全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

F830.5
738

金融投资理财 investment

价值的魔法

A Modern Approach to Graham and Dodd Investing

【美】托马斯·奥◎著
林 海◎译

格雷厄姆和多德的现代投资法

市场上到底发生了什么？前面的路到底是什么样的？投资者应该用这本书来武装头脑。汤姆为婴儿潮一代的投资专家们和普通的个人投资者都描绘了合理的[illegible]从而为他们在波涛汹涌的投资大
航。这是我过去23年来读过的最好的投资书。**斯考特·金斯莱·斯威夫特，美林财富管理副总裁**●很长时间以来，我都一直想找一本这样的书：它包括投[illegible]，并和当今的投资密切相关；它让
白如何对待公司发布的信息、市场的状况以及各种商业文化；它让我们知道如何在令人眼花缭乱的各种投资选择面前保持清醒的头脑。终于，我找到了[illegible]它就是《本杰明·格雷厄姆和大卫·
现代投资理念》。**马克·格斯汀，路透集团投资研究总监**●在一个钱和信用都得来得太容易的年代，托马斯·奥《本杰明·格雷厄姆和大卫·多德的[illegible]》这本书提醒我们：成功的投资是一种
律的投资决策的、长期和谨慎的策略。本书对于价值投资的分析很及时也很深入，对于现在这个变动剧烈的金融年代来说，本书是一本必读书。[illegible]，埃莫森合伙公司总裁●本书内容丰富，
强，为真正的价值投资者提供了广泛的理论框架。托马斯·奥是投资界受到认可的投资者，他为我们揭示出一个道理：价值投资的基本原则可以[illegible]到投资的各个方面，从分析企业资产负债表上
和数据，到国际投资，再到动态资产配置等等，都应该应用价值投资的理念。托马斯·奥的言下之意是价值投资者应该将眼光放长[illegible]下个季度的收益报告，而是要看历史，看未来。
满了真实案例，通过它们，托马斯·奥展示了如何用价值投资的方法设计成功的投资组合。对我来说，托马斯·奥就是金子！利[illegible]**银行资产管理部投资组合经理**●本书帮助我们再次
考：如何用价值投资的方法令我们的投资拥有合理的安全边际。可悲的是[illegible]如今这个由过剩的流动性所驱动的泡沫市场中，[illegible]已都迷失了方向。当如今股市的"羊群"们因为忽视这
智慧，而正被大规模牵引着走向灭亡的时候，本书可以起到振聋发聩的[illegible]**鸣资本管**[illegible]●汤姆·奥[illegible]格雷厄姆和大卫·多德的现代投资理念》这本书对于任何认真的投资
说都是一[illegible]读书。当我们已经把高科技泡沫抛在脑后，[illegible]者们[illegible]是经[illegible]值投资提供了一个强大的框架。**格拉德·华生，桑坦德投资公司执行**

投资大师经典系列●高端投资人必

中信出版社·CHINACITICPRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资大师经典系列●高端投资人必备

上到底发生了什么？前面的路到底是什么样的？投资者应该用这本书来武装头脑。汤姆为婴儿潮一代的投资专家们和普通的个人投资者都描绘了合理的投资地图，从而为他们在波涛汹涌的投资大潮中导
这是我过去23年来读过的最好的投资书。**斯考特·金斯莱·斯威夫特，美林财富管理副总裁**●很长时间以来，我都一直想找一本这样的书：它包括投资的经典理念，并和当今的投资密切相关；它让我们明
何对待公司发布的信息、市场的状况以及各种商业文化；它让我们知道如何在令人眼花缭乱的各种投资选择面[illegible]保持清醒的头脑。终于，我找到了这样一本书，它就是《本杰明·格雷厄姆和大卫·多德的
资理念》。**马克·格斯汀，路透集团投资研究总监**●在一个钱和信用都得来得太容易的年代，托马斯·[illegible]杰明·格雷厄姆和大卫·多德的现代投资理念》这本书提醒我们：成功的投资是一种基于自
投资决策的、长期和谨慎的策略。本书对于价值投资的分析很及时也很深入。对于现在这个变动剧[illegible]来说，本书是一本必读书。**大卫·马欧尔，埃奥森合伙公司总裁**●本书内容丰富，可读性
为真正的价值投资者提供了广泛的理论框架。托马斯·奥是投资界受到认可的投资者，他为我们揭示出[illegible]价值投资的基本原则可以很好地应用到投资的各个方面，从分析企业资产负债表上的信息
，到国际投资，再到动态资产配置等等，都应该应用价值投资的理念。托马斯·奥的言下之意是价值[illegible]者应该将眼光放长远，不能只紧盯着企业下个季度的收益报告，而是要看历史，看未来。本书充
实案例，通过它们，托马斯·奥展示了如何用价值投资的方法设计成功的投资组合。对我来说，托[illegible]奥就是金子！**利兰·克拉比，瑞士信贷银行资产管理部投资组合经理**●本书帮助我们再次好好思
如何用价值投资的方法令我们的投资拥有合理的安全边际。可悲的是，在如今这个由过剩的流动性[illegible]的泡沫市场中，投资者们蜂拥而出，但都迷失了方向。当如今股市的"羊群"们因为忽视这些投资
，而正被大镜像牵引着走向灭亡的时候，本书可以起到振聋发聩的效果。**理查·格林，雷鸣资本[illegible]团**●汤姆·奥的《本杰明·格雷厄姆和大卫·多德的现代投资理念》这本书对于任何认真的投资者来
一本必读书。当我们已经把高科技泡沫抛在脑后，投资者们已经发现价值投资理念才是经[illegible]考验的。汤姆为21世纪的价值投资提供了一个强大的框架。**格拉德·华生，桑坦德投资公司执行董事**

价值的魔法

A Modern Approach to Graham and Dodd Investing

格雷厄姆和多德的现代投资法

【美】托马斯·奥◎著
林海◎译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

价值的魔法/（美）奥著；林海译. —北京：中信出版社，2009.9
书名原文：A Modern Approach to Graham and Dodd Investing
ISBN 978-7-5086-1645-2

Ⅰ. 价… Ⅱ. ①奥…②林… Ⅲ. 投资学 Ⅳ. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2009）第 141776 号

Copyright © 2004 by Thomas P. Au.
Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey
Published simultaneously in Canada
Simplified Chinese translation edition © 2009 by China CITIC Press
ALL RIGHTS RESERVED.

价值的魔法
JIAZHI DE MOFA

著　　者：[美] 托马斯·奥
译　　者：林　海
策划推广：中信出版社（China CITIC Press）
出版发行：中信出版集团股份有限公司（北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦　邮编　100013）
　　　　　（CITIC Publishing Group）
承 印 者：北京国彩印刷有限公司
开　　本：787mm×1092mm　1/16　　印　　张：23.25　　字　　数：300 千字
版　　次：2009 年 9 月第 1 版　　印　　次：2009 年 9 月第 1 次印刷
京权图字：01-2007-5167
书　　号：ISBN 978-7-5086-1645-2/F·1709
定　　价：59.00 元

版权所有·侵权必究
凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。
服务热线：010-84264000
服务传真：010-84264033
http://www.publish.citic.com
E-mail: sales@citicpub.com
author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

献给克拉拉·韦伯·洛伦茨，她1896年生人，是格雷厄姆和多德的同龄人

投资颂

冲啊！冲啊！
无人不投资。
是为快乐吗？
不，是为贪婪。
谁不想播种后收获？
谁不想未雨而绸缪？
然而，如果丢掉谨慎，
你只能收获悔恨；
而当价值主宰一切，
你将享受胜利的狂喜！

——唐·奥（作者父亲）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

作为20世纪60年代出生的人，我总是对此前20年代的世界感到十分好奇，那是一个怎样繁荣兴旺的年代啊！大多数美国成年人都十分熟悉那个“喧嚣的20年代”，因为他们都亲身经历过。然而，那个年代又有点像一个受到大家共同宠爱的叔叔一样，刚开始的时候大家都对其喜爱有加，而后来他却暴毙，并未颐养天年，以至于让所有美国人都感到心里特别不是滋味。这样一个看似伟大的年代，为什么会结束得如此仓促和惨痛呢？

随后而至的30年代对我来说已经是遥远的历史了，但它却清晰地刻在很多美国成年人的脑海中。当然我的父母是没有什么印象的，因为他们于40年代才移民到美国，没有经历过那个大起大落的年代。和20年代非常不一样，整个30年代见证了美国历史上最困难的时期，对于大多数向往美国梦的人们来说简直是一场噩梦，刚刚展开的“美好的”美国梦就这样又合上了。所以，这样一个年代对于大多数美国人来说几乎都是最不愿意回忆的一段。那么我们是否可以这样问：随着政府的日益精明，像这样的经济衰退是可以避免，还是会再发生？又或者像某些看起来很聪明的经济学家们所说的：整个30年代的大萧条其实都只是20年代过度繁荣的自然而然的结果，和政府的行为没有太大关系？

我是90年代中期找到答案的。那个时候，互联网的泡沫已经达到巅峰状态，据说它带给人们的那些令人炫目的好处就像收音机在20年代起到的历史作用一样，互联网已经被描述为解决各种社会和经济问题的万能药，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它将带领我们进入一个"新时期"，或者带给我们一种所谓的新的"社会本源力量"。此时，这个泡沫已经让我隐隐联想到了20年代的大繁荣。果然，在90年代中期估值过高的征兆已经在很多方面显示出来（详见第十八章）。然而，股市总是在稍后的某一段时间内会上涨，而不是下跌。当然，这会最终导致和20年代之后的大萧条一样的悲惨结局。历史果真会重演吗？这到底是不是一个巧合？

我在瑞士工作的时候，有一次去逛书店，发现一本书《世代》（*Generations*），作者是威廉·斯特劳斯（William Strauss）和尼尔·豪（Neil Howe）。我认为它是我在整个90年代所读过的最重要的一本书，因为它为我的困惑提供了最具说服力的解释。这本书假想了一个"2020年的危机"，因为它认为目前全世界较年长的那一代人已经没有能力或者意愿来解决全球病入膏肓的政治和经济问题。这个重任要落到美国的"婴儿潮一代"身上，他们出生于二战时期及之后，是富兰克林·罗斯福所说的"命运的结合"一代的化身。他们也是作者所谓的"行动者"一代。最近几十年的"X一代"是"新的迷惘的一代"，而千禧年出生的这一代"千年虫"很快就会成为"二战一代"的拷贝，只能去很好地执行"婴儿潮一代"的指令，而不能在自己年老的时候很好地去指导自己的孩子们。如果世界真的是这样，那么这一代一代人也许就真的会重复前人的命运，而且，很可能会拥有相似的结局。

其实，我们已经在历史上看到很多类似的情形了。1991年海湾战争的成功故事看起来就有点像1917年美国参加一战并在几乎没有什么损失的情况下大胜而归的情况。这两个事件当时都将美国置于全球政治和经济的核心地位，而且在这两个事件之后，世界成了美国的"可口佳肴"长达10年之久，但随后发生的事情就不那么让美国随心所欲了。比如2003年的时候，全世界都非常坚定地反对美国入侵伊拉克。90年代晚期，全球上空阴云密布，美国长期资本管理公司遭到几乎破产的命运，其根源在于俄罗斯、韩国、印尼和其他发展中国家的危机。这似乎很像20年代中期德国的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

崩溃给其他欧洲国家带来的影响。而无论是 90 年代还是 20 年代，美国的股市和经济似乎都处于黄金时期，完全看不出受到伤害的样子，反而好像得到了其他地方的支撑一样，然而此时世界经济正在走向彻底崩溃。

威廉·斯特劳斯和尼尔·豪所提到的那些所谓长期危机（比如二战、美国内战、美国独立战争）都可以追溯到 10 年前的某种经济原因：20 世纪 40 年代的二战起因于 30 年代的全球大萧条，19 世纪 60 年代初期的美国内战起因于 40 年代早期美国南方的经济落后，1776 年的美国独立战争起因于 18 世纪 60 年代中期英国的税收。而这些事件都紧随其 10 年前的巨大成功发生，这些成功是 20 世纪 20 年代的“勇敢新世界”运动，1836 ~ 1848 之间的得克萨斯州、加利福尼亚州和俄勒冈州并入美国，以及 18 世纪 50 年代的法印战争。

由此看来，所谓 2020 年（也许会更早一些）的危机其实已经根植于一些较早的经济现象，这些现象将在本书中得以揭示，也许它们就会发生在我们所处的这个 10 年。它们在逻辑上也根植于与 20 世纪 20 年代很像的 90 年代。这些“时代特征”包括那些一夜暴富的年轻富豪和电视上关于“虚拟现实”的热门节目等。从更深层次上说，这些特征还包括那些对于金融市场盲目乐观的天真的公众、那些看似永不散场的行业投机和经济投机的盛宴、那些贪婪的 CEO，和为了商业利益直到最近都仍然缺乏必要金融监管的华尔街。

两个投资家——格雷厄姆和多德，于 1934 年出版了一本书《证券分析》，它将整个世界从高歌猛进的狂热中拉回现实。其实它也可以被用来解决我们今天面临的问题，也许两位作者最重要的贡献是告诉我们投资和投机的区别到底在哪里。他们为备受困扰的 20 世纪 30 年代的市场开出了解药，同时也为我们今天的市场设定了判断的标准。他们的投资策略在某些时候运作得比另外一些时候好得多，在萧条的 20 世纪 30 年代和 70 年代显得非常有用，而在另外一些时候比如繁荣的 60 年代和 90 年代就显得没有那么有效，在一些中间时期如 50 年代和 80 年代也很有用。如果历史表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明我们目前的世界正处于现代版的 20 世纪 30 年代，那么让格雷厄姆和多德再次对我们进行指导就十分有必要。当然，他们的方法可能会蒙上灰尘，也可能会被改进，但是某些历史场面的一再重复出现应该是可以预期的。

在我职业生涯发展的各个阶段和我长达 20 年的投资经历中，有很多人给予我很多帮助，我无法逐一感谢他们，甚至无法逐一说出他们的名字。这里我就特别感谢一些帮助过我的人们，按照长幼顺序，或者说按照“一代一代”的递减顺序来排列。

首先要感谢我童年时期的保姆克拉拉·韦伯·洛伦茨，她出生于 1896 年，正好在格雷厄姆出生的 1894 年和多德出生的 1897 年之间。她就是我所谓的“迷惘的一代”中的一员。“劳丽”（我们对她的亲切称呼）将她对于大萧条时期的生动记忆毫无保留地告诉了我，并且让我和她一样坚信，这样的大萧条还会有第二次，也许在她有生之年就可以看到。我 7 岁时，她通过和我玩一种叫做“大萧条垄断者”的游戏而教会我格雷厄姆和多德的投资方法。在这个游戏中，我们不能抵押房产。在这样一种“严格的”投资游戏中，铁路和公用设施是符合格雷厄姆和多德投资理念的最好的投资产品，它们总可以产生源源不断的收益，即使在投资环境没有任何改善的情况下仍然如此样。劳丽还坚持认为看起来昂贵的物业“伯德路”比“波罗的海大道”更值得购买，因为前者的售价是其租金的 8 倍，而后者的售价达到其租金的 15 倍。

对于还在世的人，我第一个要感谢我的父亲唐·奥，他经过了二战时期，属于我所谓的“二战一代”。他帮助我完善了这本书，使得里面的图表更加科学，文字更有说服力，并将一些章节分成了不同的部分，还为本书写了《投资颂》。作为第一作者，他和我合写了上一本书《资本投资决策的工程经济分析》，但他却拒绝作为第二作者在本书上署名。他和我母亲——一位儿科医生共同作出了一个好的决策，那就是聘请劳丽做我的保姆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我要感谢“沉默的一代”的代表——法恩投资公司的阿伦·阿克曼，我始终都很感谢他的意见和鼓励，虽然不是言听计从。我要感谢海文斯公司的南希，是她鼓励我从事证券分析和投资管理的职业，从这个意义上来说，没有她，这本书的出现是不可想象的。

我还要感谢以前工作过的价值线公司的同人们，他们包括前员工、“婴儿潮一代”的代表丹尼尔·杜恩，他撰写的《埃克森报告》在第七章中被引用，他还让我对石油行业和自然资源增进了许多了解。还要感谢威廉·希金斯，在我还是个投资新手的时候，他就撰写了《美国奎萨石油报告》中的一些关键内容，这些内容在第五章中有所提及，马克·格斯泰恩帮我形成了关于现金流和损益表的一些观点。作为一个律师，马克为我解释了第五章中涉及的一些关于破产的法律问题。他还为我介绍了威利出版公司的编辑帕米拉·格森。

虽然我在债券领域的知识有限，但我幸运地拥有一些专家，其中包括康涅狄格州哈特福德西格那公司的安德鲁·弗朗哥罗（他属于“X一代”），和宾夕法尼亚州匹兹堡埃莫森公司的戴维·马歇尔。安德鲁帮我完成了一些数学计算，戴维的优势在于国债。他们两人都是现实主义的保守主义者，他们都拥有如劳丽（“迷惘的一代”的代表）般清晰的洞察力，以及如她一般的幽默感。

托马斯·奥
康涅狄格州哈特福德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

序 / Ⅶ

第一部分　基本概念

第一章　导读 / 3

第二章　投资评估和投资策略 / 19

第二部分　固定收益评估

第三章　固定收益的基础 / 37

第四章　企业的固定收益 / 56

第五章　有问题的固定收益 / 76

第三部分　价值评估

第六章　现金流和资本支出 / 95

第七章　资产价值评估 / 111

第八章　对股息价值的观察 / 128

第九章　对用收入进行评估的警告 / 144

第十章　销售收入分析 / 161

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四部分 特殊投资工具

第十一章 格雷厄姆和多德的共同基金投资法 / 177

第十二章 格雷厄姆和多德的国际投资法 / 194

第十三章 格雷厄姆和多德的房地产投资视角 / 211

第五部分 投资组合管理

第十四章 资产配置问题 / 231

第十五章 格雷厄姆和多德的现代理论与实践 / 248

第十六章 格雷厄姆和多德投资的案例分析 / 263

第十七章 实时实验 / 289

第六部分 一些当代话题

第十八章 道琼斯指数的历史观察 / 310

第十九章 对信用过度的忧虑 / 331

第二十章 美国股市的世代轮回 / 346



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





第一部分
基本概念

◎ 第一章 导读 / 3
◎ 第二章 投资评估和投资策略 / 19

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章
导 读

1929 年 10 月是美国投资史上的分水岭。经历了一个为期 10 年的大牛市之后，道琼斯指数在该月达到历史高位 381.17 点，随后忽然大幅下跌，并且连跌不止，一直滑到 1932 年的历史低位 41.22 点，使无数投资者血本无归。等到最终道琼斯指数又涨回到 200 点左右，这才“反映”了那个年代的“正常”水平。于是认真的投资者们纷纷开始思考：这到底是不是随机的现象？他们有理由感到很困惑：一个足够聪明的投资者是否可以通过观察股票市场的兴衰而获得某种能力，从而判断股价和利润的“合理”水平？

1934 年，投资者本杰明·格雷厄姆和大卫·多德开始从整个社会面临的厄运中思考应对之策。20 世纪 20 年代末的主要问题是：钱太容易到手了，信贷太容易到手了。这一切都让社会呈现出一派歌舞升平的赚快钱的景象，从而让股市从一个投资场所完全蜕变为一个弥漫着投机气息的赌场。同样的情形再次发生于 20 世纪 60 年代中期和 90 年代末期。在大多数上市公司那里，股票价格都开始与其价值相背离。终于，股市在 20 世纪 30 年代初期和 70 年代初期进行了暴风骤雨似的自我修正，给人们留下了极其惨痛的回忆。据我们估计，这种自我修正会再次发生于 21 世纪头 10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年中，从而再次修复上市公司股价与其内在价值之间的联系。回顾历史时我们会发现，即使在极端萧条的 20 世纪 30 年代，人们通过精确计算，仍然可以对公司的股票进行合理的估值。

本杰明·格雷厄姆和大卫·多德是最早站在投资者的角度而不是站在交易者的角度思考企业价值的人之一。在大萧条的严峻考验中，他们提出了一些充满智慧的问题，这些问题至今仍然能激发我们进行正确的思考。这些问题是：作为一个理性的商人，而不是一个投机者，你到底应该为一家公司支付多少钱，你的投资才是合算的和有收益的？什么价格可以保证你获得持续的投资收益？一个审慎的投资者可以让自己购买的投资产品拥有合理的安全边际吗？

假设一家公司的内在价值是 100 美元，而其股票价格是 90 美元，在这种情况下，你没有便宜货好捡。因为它的价格和价值相差无几，况且这家公司的实际价值也许刚好就是 90 美元——当然是估值。然而如果它的股票价格是 50 美元，十分明显，你有便宜货捡了。因为作为一个理性的商人，你对于一家企业的估值可能与其实际价值有 5%～10% 的差异，这是很正常的，而一般不可能出现你的估值与其实际价值的差异达到 50% 以上的情况。作为市场估值，这 50 美元的股价与这家公司的内在价值 100 美元之间的范围给你留下了很大的安全边际。

在股票投资中有两种风险：价格风险和资质风险，这两种风险的差异很大。价格风险指的是你可能为一家资质非常好的公司支付了超过其合理价格之上的价格。而资质风险的意思是你可能购买了一家不良公司的股票，这家公司可能永远不会兴旺发达，或者情况更糟——最终走向破产清算，这可能会让你损失所有的投资而血本无归。虽然第二种风险导致的后果可能十分严重，但实际上，第一种情况下你的投资介入程度很高，而且这种风险的发生更为普遍，所以从长期看，价格风险所带来的长期损失比资质风险带来的损失要大得多。只有为数不多的公司最终走向失败，更何况还有很多面临财务困难的公司最终会经过重组而获得新生。价格风险会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不时在公司运营过程中出现，对于那些好公司来说就更是这样，因为人们往往会对其抱有更高的期望。如果你在其股票价格到顶时买入，也许在短期内你就亏掉30%~50%的投资。这就是为什么价格风险往往被认为是更大的风险，虽然资质风险的后果也是严重的。如果债权人所拥有的1美元权益只能收回不到100美分，那么股票持有人就会一分钱也收不回来。但是在实际操作中，股票投资者在公司破产中损失掉所有钱的情况很罕见，因为在这种情况下，往往公司会被重组。

其实，本杰明·格雷厄姆和大卫·多德认为，即使表现糟糕的公司也可能会为你带来收益，只要你支付的股票价格低于其实际价值。根据以量取胜的原则，即使它每股的收益很低，但只要你拥有足够多股票，就仍可获得收益。确实，如果考虑风险的因素，这些投资者相当于在管理着一种破产清算的基金，其收益会低于持有正常基金的投资者，更会低于传统投资者。

经典的格雷厄姆和多德投资方法是用低价买入处于平均水平或平均水平之上公司的股票。如果一家公司的股票交易价格处于历史低位，那么相比它处于其他的价格区间，现在其股价再往下走的可能性要更低，而往上走的潜力正处于历史高点。本书会介绍格雷厄姆和多德确定价值的方法和工具，并且提供一些现代投资者所使用的最新版本。

格雷厄姆和多德的证券选择标准

格雷厄姆和多德提出了选择证券的严格标准，由于20世纪30年代股票的普遍贬值，他们发现当时有很多股票符合这些标准。

第一个标准是股票的交易价格应该低于公司每股净资产或票面价值。如果投资者用低于每股净资产或账面价值的价格购买了一家公司的股票，而账面价值是对其资产价值的最保守估计（可以通过以下介绍的其他工具加以证实），那么从长期来看，他就可以期待将来获得超过其投资额的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果一家公司也能经得起流动性考验，那就更好了。格雷厄姆和多德发现很多公司的市场价值（股票价格除以已发行股票数）比流动资产的价值要低，这种流动资产是现金、应收账款、库存减去应付账款和短期负债的数额，我们现在也称其为营运资金。在更理想的情况下，营运资金应该大于公司股票的市场价值与长期负债之和（企业价值）。投资者如果购买这种公司的股票，相当于付出的是零成本。考虑到那个时代市场的萧条程度，这并不是一个不切实际的要求。

另外，公司必须盈利。利润增长率（大多数现代的分析师都用它来作决策）其实是次要的，在大萧条时期更是这样，因为这个时期公司利润都在下降。但是一定的盈利能力至少可以保证资产的增值。所以公司应该是一个在所有情况下都能赚钱的机器，要在严酷的市场条件下也能赚钱，而不能只是一个好年份中的赚钱者。

同样重要的一个问题是分红。如果分红由公司收入来保证，那么随着资产的增加，分红是可以持续的。如果公司有收入，但是分红超过了收入，那么这种分配其实更像是投资本金的回收，而不是投资收益。但是在这种情况下，投资者至少可以保证收回投资本金，运气好的话，也许还会比本金多收回一些。

格雷厄姆和多德要求公司的股息收益率（红利除以股价）至少要达到AAA级债券收益的2/3以上。这是一个相当明智的标准，因为它假设股票作为一种投资工具最终应该比债券获得更好的收益。从本质上来说，债券比股票更为安全，所以投资者有理由期望股票的最终收益（红利加上资本收益）比债券收益高。如果红利有所增长，那么从债券利息的2/3基础之上开始增长，就会最终产生高于固定收入流的收益，并会带来资本收益的增长。

或者，这种所谓的“收益率”要达到AAA级债券利息的两倍以上。收益率是一个过时的概念，但它与现在最流行的概念“市盈率”相反，所以这条要求说的是一只好股票的市盈率应该不超过1/2r，这里r是AAA级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券的利率（以小数计算）。如果 AAA 级债券的利率为 5%，则市盈率应该不超过 1/(2×0.05)，即不大于 10。如果 AAA 级债券的利率为 10%，则市盈率应该不超过 1/(2×0.10)，即不大于 5。这个要求必须遵守，因为公司收益可能下降，只有符合这个标准才能对可能的收益下降作出补偿。

经济环境的变化使得格雷厄姆和多德的标准显得过于苛刻，自从 20 世纪 30 年代以来，就很少有公司会在某一个时间点完全符合所有标准了。但是有趣的是，一些公司会在某些时点符合格雷厄姆和多德的某些投资标准。毕竟，我们期望一家公司符合标准 A，或者标准 B，或者标准 C，要比让它同时符合标准 A、B 和 C 容易得多。本书提供了格雷厄姆和多德投资方法的现代版本，使得这种方法更适合现代的投资环境。

如果我们有幸能以相当于账面价值（或者通过其他更好的衡量资产价值的方法确定的价值）的价格买到好公司的股票，我们就不会太在意这家公司能否派发可观的红利，因为我们的注意力集中于这家公司资产的迅速积累上，这表现为现有的资产比例，以及这种资产积累将来可能带来的红利，或者，使这家公司成为一个被收购的对象。当然，成为可能的对象并不意味着收购一定会发生，而是说这往往已经是将其股价推高的充分理由，尤其是在那种收购狂热重现市场的时期。

如果一家成长型公司派发的红利比较高，那么，我们就可以忽略其少量资产，因为我们可以认为这些资产已经在过去作为红利派发给股东了。我们应该寻找这样的证据：第一，红利的派发有保障吗？第二，公司应该有中等偏上的成长预期。我们要考虑的是：作为获得收益的工具，这只股票相对于其债券是否更有优势？不是指现在，而是在过去一段时间。如果这只股票在将来 5 年中预期会产生比其债券更多的收益，即它将产生更多的资产收益和更高的收入，那么其价格上涨的可能性较大。

如果一家公司的股价相当于其账面价值的 2 倍、3 倍，甚至更高的倍数，并假设它不派发红利或者只派发极少的红利，那么从红利角度来说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它的股价高了；但是从收入的角度来说，也许它的股价比较便宜。这在资产收益率足够高的公司中是可能发生的。我们应该怎样衡量这类公司的品质呢？应该仔细评估它的战略、过往的成功记录，以及它在行业中的地位。如果在这些方面可以找到令人满意的答案，那么我们就应该对它将来的收益增长抱有较高的期望。我们还应该特别留意那些可能吸引新竞争者进入的好行业，这种情况下，我们就应该知道是否这家公司拥有某种独占性，从而保证它在较长时期内都能捍卫自己在商业上的成功。

如果一家公司市盈率较高，就意味着市场对其业绩增长的期望值比较高，这种股票是格雷厄姆和多德型投资者不认可的。但是，如果其他衡量方法比如销售或现金流证明股票是便宜的，又或者通过这两个因素中的一个我们可以判断出它的业绩会迅速增长，那么我们仍然允许出现一些溢价。而且我们尤其应该关注那些“经济收益”远远高于其财务报表所显示的会计盈余的公司。毕竟，杠杆收购的“艺术家们”会运用基于现金流计算的“私人市场价值”来作为他们评价公司价值的替代手段。

理智地说，我们应该更侧重自己可以确信的事实，而不是那些估计和猜测。而关于公司的日常信息，我们所能确信的只是它的股价。根据最近的公告，我们还知道它的分红比率，并且希望这种分红比率可以保持下去，如果不能增长的话。我们还知道它的资产和负债情况，这些资料可以从它的资产负债表上获得；我们也知道它最近一年以及过去多年的盈利情况。当然这些信息在下个季度就会变得过时，至少在下一次企业年报出来的时候就会过时。

从更广泛的意义上来说，我们应该避免过于依赖对企业将来的预期。当然未来应该预测，但是应该用这个预测进行一种对企业持续性的监测，而不是过多地用来作为计算合理股价的基础。对收入的估计只是估计，仅此而已。考虑这个因素的同时，我们还应该考虑公司过往的经营表现，并考虑其销售和现金流的情况。我们应该更注重那些使公司获得持续稳定收益的方面，而不是令其出现收入大幅波动的方面。我们应该尤其警惕公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在长期业绩不良之后忽然出现业绩大幅增长的情况，这不禁令我们想起布鲁克林·多吉斯的名言："到下一年再说吧。"

但是我们可以采取一种谨慎的乐观主义。在一个 5 年周期里面，许多公司都会经历两年的好光景，两年的平庸时光，和一年的坏运气。如果公司恰好处于一种短暂的坏年份，那么众多的悲观论者就会由此情形推断其灰暗的未来。而如果你确信这种情况对这家公司来说是不正常的，那么就应该相信从长期来看，其经营最终会走上正常的轨道。所以你所需要做的是分清这种情况到底是在正确轨道上的暂时失利，还是在错误轨道上不可避免的失利。

现代投资环境中格雷厄姆和多德投资方法的调整

我们已经将格雷厄姆和多德投资方法的一些前提条件展现出来，作为我们讨论的基础，接下来，我们将讨论一些投资方面的新情况。从 1930 年以来，我们的投资环境发生了很大的变化，使得我们有必要对格雷厄姆和多德投资法进行必要的调整，以适应当代的需要。本书随后会介绍一些例子，从这些例子可以看出在现代投资环境中，投资行为是如何发生的，并会和历史上相似的例子进行纵向对比，以找到其中的共性。

如今，投资方面一个很大的变化是，相对于格雷厄姆和多德所处的时代，损益表被认为比资产负债表更重要，部分原因是公司财务披露的情形发生了变化。过去，当格雷厄姆和多德投资的时候，他们只能看到公司的资产负债表，而没有损益表，那个时候的报表只对损益情况有一个非常简短的说明，不像我们今天所看到的损益表这样详细。要求公司提供损益表、详细说明公司财务状况的变动是后来的事情。所以在格雷厄姆和多德那个时候，他们的投资决策主要是依据公司的资产负债表作出的，而今天的投资者就幸运多了。如今的损益表上每一个科目都有详细的注脚，还有公司管理层对公司运营的评述。关于财务状况变动的陈述可以告诉投资者这家公司的管理层正在用赚来的钱做什么，他们是不是支付红利，是否在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购或进行资本支出，或做其他诸如此类的事情。它还可以显示公司的这些项目是通过内部融资还是通过外部融资完成的。

现代公司损益表的翔实决定了它可被用于对公司的销售、现金流、营运收入和其他收入进行细致的分析，使得我们对公司进行考察和筛选的时候有足够的依据。没有一种方法是万能的。甚至格雷厄姆本人也承认在牛市中他的方法不是最好的，比如20世纪60年代末期到70年代早期，以及20世纪90年代末期的大牛市。在这种情况下，格雷厄姆在1976年去世之前将自己的标准放松了一些，以适应那些年代的特殊情况。其实我们倒不喜欢放松标准，我们宁愿在即使不那么严酷的市场环境中仍然拥有一系列经过时间检验的尺度和标准。

另外一个因素是经济和社会环境的变化。格雷厄姆和多德所处的时代是一个砖块和石灰构成的传统世界，而如今我们已进入了一个新的世界——信息社会。这个时代的重要特征就是有大量的无形资产——这些无形资产由人和计算机所掌握。这些资产的流动性要远远大于以前的年代，但是也显得更加不真实和不可靠。而且，无形资产出现在财务报表上成为会计科目的可能性也更低。

从宏观层面上来说，如今社会经济的管理要好得多。但这并不是说就没有经济周期了，只能说这种经济周期可能会更短，影响更小。从逻辑上来说，可接受的价格/价值比率和市盈率也可以更高一些。

另外，随着现代会计制度的发展，尤其是财务分析方法的发展，如今的投资者更倾向于研究收益和资产价值，并对公司各方面的情况进行更深入的洞察。比如，公司因为避税而隐藏起来的收益可能和那些看得见的利润同样有价值，关键是这些隐藏的价值如何反映到市场价格上。

从某种程度上说，我们比格雷厄姆和多德更苛刻。因为我们要求公司拿出一个十分漂亮的损益表，或者至少拿出一个好看的损益表。除了那种本质上就有很高负债率（负债除以资产）的公司，比如银行和公用事业，我们感觉如果一家公司的负债率达到30%以上就太高了，20%左右的负债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率要更合适。

我们必须说这些只是指导性的规则，它们并不能代替你自己的判断，也就是说你不能仅仅依靠这些要求和标准来作出投资决策。比如，投资大师巴菲特就是充分意识到了自己的投资天分，于是打破了其中一些投资规则，然后在逻辑分析之上加入了自己的直觉，从而获得了成功。但是这些规则对于那些投资新手是十分宝贵的，可以帮助他们避免遭受投资损失，获得投资胜利。也许正如格雷厄姆所说，“规则 1，不要亏钱；规则 2，永远不要忘记第一条规则”。

价值投资的要求

与格雷厄姆和多德的观点不同，我们不主张保守型投资者和激进型投资者采取不同的价值评估标准。我们主张，他们的不同在于在其投资组合中配置不同的投资品种。比如，我们不主张保守型投资者购买那种盈利记录短于 10 年的公司的股票，对于那种在过去 5 年中有亏损记录的公司也不要买。而对于那些激进型投资者，我们的建议是他可以买那种即使短期亏损但是股价跌入低谷从而也变得足够有吸引力的公司的股票，只要他相信这家公司的坏运气是暂时的，并且自我修复的可能性很大。

从这个意义上来说，将一家公司与同行业的其他公司作横向对比就是很重要的事情。一般来说，不同的公司对特定危机会有不同的敏感度。如果一种危机是全行业所共同面临的，而不是某一家公司所碰到的，那我们就可以放心一些。所以此时的问题是，我们需要选择那种行业困境结束之后的幸存者，这也是格雷厄姆和多德方法所要解决的问题。这种情况下，投资者应该买那种品质最好的公司的股票，因为这样的公司在行业遇到问题时，会最后一个亏钱；而当行业复苏时，它又会第一个开始赚钱。需要避免的情况是那种行业内其他公司兴旺发达，唯独这家公司处于困顿中，这往往说明问题不是全行业性的，而是这家公司独有的。这种情况的发生可能是因为这家公司新换了一个董事长，或者在公司管理架构方面出现了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重大变动。

同样，我们建议保守型投资者购买那种不仅仅现在支付红利，而且至少过去10年都支付红利的公司的证券。如果这种收益是完全由公司收入来支付的，那么投资者至少当前可以得到回报，因为正如古谚所说，“一鸟在手，胜过双鸟在林”。而红利之于股票正如息票之于债券。激进型投资者可以考虑购买那些最近才开始支付红利的股票，或者还没有支付红利的股票，只要它符合格雷厄姆和多德的其他标准。这种情况的发生可能是因为这家公司刚刚成立，或者这家公司希望将收益用于公司的扩张。只要你确信从这只股票上获得的可能收益比你所能找到的其他大多数证券都要高，你就可以考虑购买。毕竟，你更乐于看到这家公司不分配红利而致力于发展，而不愿看到这家公司通过借钱向股东派发红利。

保守型投资者会更加关注企业资产价值，他们会尝试去购买那种能体现“净”资产的股票，而这些股票代表了企业的营运资金，或者营运资金和长期负债。这个观念源自他们对于资产价值的把握，资产价值是比较容易了解的，而收入的增加情况却没有那么容易了解。但是激进型投资者没有必要过于担心自己的投资是否可以得到营运资金的保障，或者得到任何“快”资产或账面价值的保障。他们应该关注资产的高回报，这一般来自那些在高回报的固定资产或有形资产上的投资。而有时这样的公司甚至会在某种程度上出现营运资金短缺。

另外一些要求与公司和证券的自身特征有关。例如，一家公司应该达到一定的规模以对抗经济的兴衰变迁和不确定性。在这方面，投资者可以将标准定得严格一些。今天，我们可以找到几百家销售额、资产或者市值达到10亿美元以上的公司。然而这个惊人的数字所包含的公司声望却远远不及过去，就像很多年前百万富翁还是凤毛麟角，可如今就显得一点也不稀罕了。如今连利润达到10亿美元以上的公司也不算罕见。因此，保守型投资者要求一家公司资产或者销售额达到10亿美元以内的一定额度（比如5亿美元），就不足为奇了。而激进型投资者可以将要求降到1亿~2亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元，但不要再低了。

也许一个更有用的衡量方法是净利润。对保守型投资者来说，一家公司在上一年如果有 2 500 万美元的净收入，或者在最近 5 年的平均收入达到这个数字，那么这家公司就可能拥有足够的实力对抗经济的不确定性。而激进型投资者可以将这个数字降到 500 万～1 000 万美元。但是一家公司的收入如果低于这个水平，那么购买它的股票就不能认为是投资，而是投机了。

一家公司还应该有足够长的企业发展史，从而让人们可以很好地从其历史推断其未来。在最低限度上，一家公司应该经历了最近的经济萧条，比如 2001 年的萧条时期，并且体现出它有能力度过困难时期。保守型投资者应该对那种在行业内至少经营 20～25 年的公司更加有信心。一家公司如果经历了那么长的时间就意味着它至少经过了两三次经济衰退、几个股市周期，并至少部分经历了我们在第二十章里面所提到的长达 30～40 年的大周期。另外，只有一家公司的经营时间达到这么长，才能建立起符合格雷厄姆和多德投资要求的资产基础、库存记录和其他营运资本要素的记录。

这个最低要求对于保守型投资者来说是重要的标准。就像一个聪明的小孩，也许在他 12～15 岁的时候已经拥有了像成人一样的心智和头脑，他也会被允许进入大学读一些成人才会读的科目，但是法律并不允许这个小孩饮酒、开车或参加投票选举，而一个也许比他平庸得多，但是比他大几岁的成年人就会被允许做所有这些事情，这就是因为年龄的关系。这个法律规定是合理的，因为这个小孩还没有足够多的生活经历让人们对他做这些事情感到放心。他还要经过一些不确定的年代（比如青春期），经过一些身体上的变化，才能正常地面对这些事情。同样，那些只有几年历史的公司，在保守的投资者看来，即使特别“聪明”，也显得不够成熟。

但是如果一家公司的历程已经长达 50 年以上，那么 50 年以上的年份为公司所带来的好处是很小的。因为相比于二战后才成立的公司，那些在 20 世纪 30 年代大萧条之前或期间成立的公司也许拥有某些优势，然而那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些更古老的公司（19 世纪或者 18 世纪成立）则不拥有很多优势。它们太古老了，可能已经不能面对当今世界的激烈竞争，太长的发展史反而可能成为一个劣势。欧文和波士顿舰队都是成立于美国独立战争时期的古老银行，已经有 200 多年的历史，但它们还是被其他公司收购了。

除了公司历程，公司股票的交易史也很重要。一般来说，股票市场的周期比经济周期还要短，但我们也要观察一家公司两三年的股票交易史，这种观察可以让我们发现其股票的交易特点，尤其是在股市大起大落时期的交易状态，从而帮助我们推测其价格区间。

我们不主张投资者参与股市的首次公开招股（IPO），因为很多 IPO 都是投资银行和客户之间合作的产物，是为了“客户”（招股方）的利益。有时候这些客户是机构，有时候是那些富有的首席执行官们。其股票定价显然是有利于上市公司的，原则是让其将手中的股票卖给那些小投资者。所以，作为个人投资者，我们可能想捕捉股票刚上市时存在的合理价格瞬间，但是当我们下订单时，可能股价已经调整到了“正常”价值区间，甚至已经涨到了不可持续的价格区间。

投资者还应该关注股票的流动性和可交易性，最好交易那些在纽约股票交易所或美国股票交易所上市的股票。当然有些最具流动性的股票比如微软和英特尔是在场外交易的，该场所即纳斯达克，最近几年纳斯达克已经成为股票交易中的重要力量。其他场外交易并不活跃，投资者很难判断自己的买价和卖价是不是最优的，因为做市商的出价和要价之间的差异很大，通常达到 1/4 个点，甚至更多。我们建议投资者也远离地区性的交易市场，尤其像 Spokane 和 Vancouver 这样的市场。在这样的市场中，有大量无信用的和欺诈性的股票，它们都被那些不道德的承销商所操纵。

沃伦·巴菲特的成功

也许有史以来格雷厄姆和多德投资哲学的最伟大实践者（或许方法并不完全一样）是沃伦·巴菲特。他曾经是格雷厄姆的学生，但是他自己的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资哲学最终发展为一种追求“合理价格之上的成长”的模式，而不仅仅是基于企业资产的模式。

巴菲特的初期成功显然是格雷厄姆和多德风格的。他低价买入了一家纺织品制造商伯克希尔·哈撒韦公司的控制权。当然，纺织业那时已经是一个夕阳产业，但巴菲特将这家公司的营运资金用于购买其他公司的股票，而不是用来投入没有希望的纺织业。于是伯克希尔·哈撒韦公司转型成了一家单纯的投资公司。

20 世纪 70 年代初期，巴菲特购买了《华盛顿邮报》的股份。这家公司当时拥有两位数的安全边际，售价却只相当于销售额的两倍，市盈率也很低，只有 5～10 倍。最终这家公司拥有了电台、报纸和其他的业务，总资产价值达到 4 亿美元，而公司市价只有 8 000 万～1 亿美元。所以这不是打 5 折，而是打了 2～2.5 折，因而给投资者留下了 75%～80% 的安全边际。当时市场低迷到难以想象的地步，并表现出了最符合格雷厄姆和多德投资标准的特征。

虽然《华盛顿邮报》的分红并不高，但是它当时做了一件有意义的事情——回购公司股票。考虑到《华盛顿邮报》整体价值被市场低估，这是一个很聪明的举动。也就是说，如果这些钱不是用于回购股票而是作为红利派给了股东，那么股东需要将其用于再投资才能获得同样的收益。因此，虽然报业本身具有吸引力，但是《华盛顿邮报》股票的表现还是要强于《纽约时报》和其他报业公司的股票。那个时候，巴菲特在《华盛顿邮报》的董事会获得了一个席位，并成了董事长凯瑟琳·格雷厄姆的知己。这使得他可以阻止这家公司犯下当时很可能犯的一些严重错误，比如用财务杠杆收购一些价格高昂的媒体资产等。而这家公司当时在回购股票的情况下，仍然拿出了漂亮的资产负债表。

巴菲特的另一项格雷厄姆和多德风格的投资实践是投资于 GEICO 公司（美国政府雇员保险公司）令其起死回生的案例。当时，GEICO 公司在技术上已经濒临破产，于是巴菲特与所罗门兄弟公司融资 2 500 万美元（这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个合理的价格）对其进行了注资，让其起死回生。这不是一次简单的套利行为，而是一种格雷厄姆和多德投资风格的拯救行动。巴菲特当时的想法是进一步拥有这家公司，而不是通过让其破产清算而获利。伯克希尔·哈撒韦公司最终于1996年全资收购了GEICO。虽然后来大量资本的进入使得公司股价低的问题得到了解决，但其股价仍然很便宜。

20世纪80年代中期，GEICO的股价从低于其价值涨到了接近合理估值的水平，这时有一个十字路口出现在巴菲特的面前，他决定与其以划算的价格拥有一家好公司，不如以合理的价格去拥有一家伟大的公司。于是，巴菲特卖掉了除了前面两家公司以外所有公司的股票，获得的现金用于帮助他的好友汤姆·墨菲所领导的大都会公司收购ABC公司，而大都会公司以一个合理的价格而不是低于价值的价格实现了收购。因而这个投资故事的关键就是要看墨菲通过削减ABC成本而获得公司成长的本事了。这家合并后的公司叫大都会/ABC，因其收购价较高，所以它在多年时间里都在较高的财务杠杆率下运转，而墨菲通过出售资产、削减成本和用现金流支付债务而逐渐降低了财务杠杆率。

在这个10年的稍后阶段，巴菲特用比账面价值高许多的溢价在可口可乐公司中获得了比较大的股份。因为他是格雷厄姆和多德投资学派的优秀毕业生，所以可以承担这种风险并获得超过20%的投资收益率，而那些普通的格雷厄姆和多德学派实践者的收益往往没有这么高，一般在百分之十几左右，不到20%。

市场的不确定性

注意：虽然本书是关于投资的，但是任何投资行为都有投机成分。我们的目的不是避免投机，而是要进入那些获胜概率有利于自己的市场。股市和赌场的区别正在于概率的不同。在赌场中，概率是偏向于庄家的，庄家获胜的概率大于赌客的获胜概率；而在股市中，投资者虽然不是每次获胜，但获胜的概率是大于市场平均概率的。从这个意义上说，股票投资和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营农场等传统生意更接近，而不像在赌博。

有这样一个例子可以帮助我们理解这一点。假设我们在一个赌场中玩，你和庄家约好了赌骰子，规则是先约定一个数字，然后看掷出的结果是大于这个数字还是小于这个数字，如果大于这个数字，你赢；如果小于这个数字，你输；如果正好是这个数字，就是和局。如果这个数字是3，或者更低，那么我们建议你玩。因为在游戏中，你获胜的可能性是3/6，输的可能性是2/6，和局的可能性是1/6，所以你的获胜概率和失败概率的比值是3/2，也就是说你更有可能获胜而不是失败。如果数字是4或4以上，我们强烈建议你不要玩，因为那样的话，根据概率，你可能会吃亏。

另一种情况，庄家每次随机叫出一个数字，通常叫出3和4，偶尔叫出2和5，而叫出1和6的情况则十分罕见，同时允许你这个投资者自由选择玩哪一局。那么你将会拒绝玩大数的，而乐于选择玩3，并非常渴望玩2，更不用说玩1了。当然。即使你每次都拥有偏向你的概率，也不能保证每一局都赢，但是理性的计算告诉我们这样选择是合理的。

这就是每天在股市里面发生的事情。格雷厄姆让投资者想象自己在和一个叫做"市场先生"的人一起做生意，这个"市场先生"手里拥有大量的股票和债券，并每天都对其定价，然后盛情邀请你买卖这些证券，或者什么也不做。"市场先生"是如此喜怒无常，以至于他在不同时间里对证券的定价差异巨大，这样就导致公司的内在价值随着时间的推移而变化，特定公司的价格/价值关系也在一些时候比另外一些时候更好，或者更坏。什么时候买和卖完全取决于投资者，他应该尽量争取获得交易价格上的优势，以赢得投资的胜利。

另一个好玩的比方是打牌。有一句牌谚是这样说的："如果你坐在牌桌旁环顾四周而不知道到底谁是傻瓜，那么你自己就是傻瓜。"有太多的业余投资者都是在股市达到高点时进入的，也就是那些"聪明资金"正在卖货的时候，此时筹码正在从大投资者分散到小投资者的手里，所以这些小投资者正在承担蒙受损失的命运，他们接了最后一棒。在这个过程中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们更愿意成为那种经验丰富的老手，虽然我们可能在一些交易中没有染指而少“赚”了一些钱，但我们避免了可能的更大损失，这种损失的产生是因为大投资者引诱小投资者将钱源源不断地投入一个他们根本没有希望赚到钱的市场中。

虽然格雷厄姆和多德投资风格的投资者一般不会成为最大的赢家，但从长期来看，他们最终将获得很好的收益，因为他们避免了巨大的损失，赚钱是水到渠成的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

投资评估和投资策略

人们投资，为的是在将来赚到比今天更多的钱。为了实现这个目的，他们可以开创并投资于自己的企业；或者，他们可以将钱存到银行这样的金融机构。这些进入储蓄的钱会通过权益证券或债务证券的方式流向公共机构或私营机构。权益指的是一家企业的股票价值，而债务指的是债券或者其他的借贷工具，它们由金融机构发行，会在将来的某个时候偿付。投资的公众则可能选择购买这些金融工具，比如政府债券或公司的债券和股票。一个投资者所拥有的股票和债券的总和称为投资组合。

资本投资指的是一家企业通过承销商或其他承销人向公众出售股票或债券，然后将这笔钱用于企业项目，如购买厂房和设备就属此类。理财投资指的是个人通过承销商买入这样的股票和债券。从严格的经济学意义上说这种交易不能称为投资，因为在这个过程中并没有产生任何新的资本资产。然而这种交易支持了真正的投资过程，因为它让初始投资者的愿望得以实现。投资者向企业付出资本，换得了它的股票或债券，而同时期望再将这些证券卖给其他人。

本章会首先介绍一些投资的基本概念和一些计算投资收益的数学工具，然后将结合当今的金融环境，讲解格雷厄姆和多德关于证券价值投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原则的一些改良内容。虽然本书的核心关注点是股票，但我们仍然会用大量篇幅讲解债券，因为企业债券的风险和收益特征可以向我们揭示股票背后的风险和收益特征。正如本杰明・格雷厄姆所说，“当投资像经营商业那样进行时它最美妙”。让我们也借用这个说法，“当股权投资像债券投资那样进行时它最美妙”。

金融工具的传统方法

这个部分介绍关于投资方法的几个简单概念。看到这些复杂的公式时，我们不要被令人眼花缭乱的数字所吓倒，因为这些看起来很吓人的数字其实都可以从现成的复利表里面轻易查到，或者干脆从流行的商业软件中直接提取，如 Lotus 1-2-3 或者类似的软件。一些公式之所以要介绍，仅仅是为了说明基本概念的背后道理。每介绍一种概念和方法，我们都会选取一个合适的金融工具作为例证。

投资者最常用的一个工具就是投资的终值（FV）。假设你投资 1 000 美元，利率为 r，为期一年。那么你计算一下，1 年、2 年、3 年后你这 1 000 美元价值多少呢？如果这个利率只是根据本金来支付（因为这个投资者每年都提取利息），那么每一个特定期限之后的新收益就称为单利。而如果每期后这个投资者不提取利息而是将利息再投入本金中让它也产生利息，那么在此情况下，这笔利息就可以产生新的利息，初始投资的 1 000 美元在特定期限后的总价值就被称为终值。在单利情况下，每个特定期限后的终值都是一样的；而在复利情况下，每个特定期限后的终值就是本金加上所有复利的总和。

通常，投资于债券的本金因为有单利的存在而产生一种稳定的现金收益，通常期限为半年。因此，如果投资者购买 1 000 美元债券，债券的利息为 r，则这笔投资在每期后产生的收益将是 $1\ 000 \times r$ 美元。如果 $r = 2.5$（即年利率为 5%），则每半年产生的利息为 $1\ 000 \times 0.025$。通常，债券并不允许投资者将所得利息再次投资于同一个金融工具，而提供其他的工具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给投资者用于利息再投资。

存单（CD）上的所有钱都是计算复利的。比如投资者存单上的初始投资是 1 000 美元，那么第 1 年后的税前价值就是 $1\ 000\times(1+r)$；2 年后的价值是 $1\ 000\times(1+r)\times(1+r)$，即 $1\ 000\times(1+r)^2$；3 年后的价值是 $1\ 000\times(1+r)^3$；n 年后的价值是 $1\ 000\times(1+r)^n$。这种情况下，这个 r 被称为年利率（APR）。注意，其利息不仅仅来自本金，也来自以前的利息。那么在年利率为 5% 的情况下，1 年、2 年和 3 年后的账户余额（用最接近的美元价值计算）分别是 1 050 美元、1 102 美元和 1 153 美元。

一个更加常用的概念是现值（PV），它是和终值正好相反的概念，意思是为了获得一定的收益，我们现在必须要拥有多少钱。也就是说，将来的钱数是已知的，而利率也是已知的，我们想要知道的是现在的多少钱在这种利率下可以产生将来的那么多钱。例如，价值 1 000 美元的国债到期日是第二年，它的现值就是 1 000 美元$/(1+r)$，如果这个 $r=5\%$，那么这笔国债的现值就是 1 000 美元/1.05，即约 954 美元。

如果有一系列需要支付的款项，它们到期的利率是 r，那么这些付款的现值就是：

$$PV=C_1/(1+r)+C_2/(1+r)^2+\cdots+C_n/(1+r)^n$$

如果每期付款的额度相等，则称为等额现值。一个典型的例子就是房屋抵押贷款中出现的情况。通常，房主将自己的房屋抵押给银行，获得银行的抵押贷款，然后开始还款。这种还款方式一般是每个月还款数额相等，持续 15 年或者 30 年。每个月的还款额中既包括利息也包括本金，而这些本金经过这么长的时间才还，银行是需要考虑其现值因素的。所以还款额度中既包括一定数额的利息，也包括一定数额的本金，而利息的数额是随着时间推移递减的，本金所占比例则越来越大。

还有一种情况，那就是假设有一批需要支付的款项，每一期的本金是 C_t，则这批款项的终值就是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$FV = C_1 \times (1+r) + C_2 \times (1+r)^2 + \cdots + C_n \times (1+r)^n$$

如果 C_t（$t=1, 2 \cdots n$）是相等的，那么这是等额现值的另一种形式。出现这种情况的原因可能是一家公司为了替代将来的某项资本，而在这期间内不断投入等值（现值相等）的偿债基金，直到这项资本需要替代的那一天到来。

持续到永远的等额现值支付被称为永续年金。英国政府就发行一种这样的债券，它永远按照一个固定利率支付利息，这就是著名的英国联合公债或称金边债券。它的定价（现值）取决于 A/r，意思是无穷多次支付款项的代数和。其中 A 指的是周期性支付的息票的价值，r 指的是每个时期的市场利率。这种联合公债的发行机制是不断调整价格，以适应息票价值和市场利率之间的差异。

如果我们真的要找到一种“合理的”真正反映市场价值的债券，那么我们也许可以将通货膨胀的因素也考虑进去，也就是假设一种恒定的通货膨胀率，以在息票价值的计算中纳入通货膨胀的因素。我们真的可以在计算一种金融工具的时候考虑所有相关的因素，而这样的金融工具其实存在无限多种。其中只有少数例子被选取，因为它们作为金融工具真正反映了投资的基本原则，我们不愿意纠缠于冗长的数学公式和复杂的计算中不能自拔。

拟投资项目的评估

一家公司的价值不仅在于它拥有多少现金流，还在于它如何分配这些现金流。投资于高回报项目上的资本会使得公司价值和公司股票都有比较好的增长预期。而如果时运不济，当公司没有什么特别优质的项目可以投资时，那么管理层就会面临比较艰难的选择。他们可能选择将资本返还给公司股东，也可能选择在现有条件下经营下去，而选择那些收益一般的项目，至少可以保证给公司价值带来一些好处。除非管理层得到了强烈的激励，否则他们在市道一般的情况下，总是会选择一些回报一般的项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费 .
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流分析的方法在格雷厄姆和多德那个时代还不是太完善，但如今它已成为一个非常受欢迎的价值评估工具。只有现金流，而不是收入，才是推动一家公司在短期内发展的力量。现金流也是一个指标，可以让我们看到一家公司如何配置资产，以抓住新的商业机会。

分析拟投资项目价值的一个最主要障碍是预测的准确性。这一点在第六章会再次提到。几种传统的衡量拟投资项目的方法包括：净现值法、内部收益率法和投资回收期法。

在净现值法当中，未来的现金流都通过一个设定的比率来折现，这个比率被称为最低回报率。净现值实际上等于各年净现金流量的现值合计，它指的是在项目计算期内，按行业的基准收益率或其他设定折现率计算的各年净现金流量现值的代数和。净现值为正就说明投资人要求的回报率超过了资金成本，如果回报率低于资金成本的话，则净现值会是负数。所以，如果净现值大于零（或至少等于零），那么这个项目就被认为是可以接受的；如果净现值小于零，则这个项目被认为是不可接受的。有时候公司管理层为了推动一些投资项目的通过，会有意设定一个不切实际的低折现率。我们不鼓励公司出现这种自我挫败的情况。正如巴菲特所说，有时候公司高管会设定高得离谱的折现率，但是为了在中层经理面前表现出对所投资项目的渴望，他们又鼓励中层经理定出一个高得离谱的现金流预期，以符合之前所设定的最低回报率。

内部收益率是指项目投资实际可望达到的收益率。实质上，它是能使项目的净现值等于零的折现率。通过这种方法，一个拟投资项目的收益率是计算出来的，它的计算基础是将来一系列现金流的净现值，由此可以帮助管理层判断这是不是一个值得投资的项目。这种方法没有考虑到外部资本成本，所以才被称为内部收益率。它的第一个问题在于一个技术性的因素：当经营期大量追加投资时，有可能导致多个内部收益率出现，或偏高或偏低，这就给判断造成了问题。另外一个相关的问题是：内部收益率分析方法有一个不现实的假设，那就是它假设中间时期的现金流都以和内部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益率一样的利率来进行再投资，而没有考虑到现金流的实际变化。

投资回收期法的问题很多，它只能说是一种比较粗糙的投资可行性衡量方法，仅仅衡量了要过多长时间才能收回投资成本。第一，它完全没有考虑收回投资以后现金流的情况；第二，它考虑现金流因素时没有考虑它的时间价值；第三，它没有考虑项目的投资回报率。这些问题正是净现值分析和内部收益率分析这两种方法通过现金流的折现所要解决的。不过，这种方法也有可取之处，那就是它强调了迅速收回投资，以不让它过于长久地暴露于市场风险中的重要性。而且，这种方法在不稳定的政治和经济环境下比较重要，因为这种分析方法的隐含之意是它认为到了投资回收期末时，收益的前景是令人担忧的。正如威尔·罗杰斯所说，资本的回收比资本收益重要得多。

财务报表概览

公司的财务报表主要包括资产负债表、损益表、财务状况变动表和审计报告。前三张报表各有各的作用。资产负债表反映了一家公司在某一时期的财务状况；损益表反映一家公司在某个报告期的盈利情况及盈利分配情况；财务状况变动表则反映公司在报告期营运资金的增减变化情况。审计报告是一家公司财务报表的评估报告，它由一个专业会计师团队独立作出。

作为投资者，我们关心的主要企业财务指标是流动性、偿债能力和盈利能力。这几种能力可以让我们从不同方面对企业的财务状况作出分析，从而让投资更有保障。流动性指的是资产以一个合理的价格顺利变现的能力，它是投资的时间尺度（卖出它所需时间）和价格尺度（与公平市场价格相比的折扣）之间的关系。偿债能力指的是用现金或接近现金的资产偿还到期债务的能力。盈利能力指的是一家公司获取利润的能力。公司管理层和投资者都应该关注这些指标，从而确认公司可以在行业中生存并为投资带来回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥有股票意味着投资者对这家公司拥有一定的权益。权益的大小取决于你所拥有的股份占公司公开发行总股本的比率是多少。如果公司公开发行的股份为 1 000 股，而你拥有 100 股，那么你就拥有这家公司 10% 的权益。而如果一家公司公开发行的股份为 100 万股，那么当你拥有 100 股时，你所拥有的权益就是万分之一。

有一些更为传统意义上的金融术语，如价格、收入、红利和账面价值等，表示的都是和每股所代表的数量有关的概念，而不是从一家公司整体层面来衡量。其他的金融术语包括：市值、净利润、资本净值等，它们都是从公司总量层面来衡量的。所有这些数据都可以从公司的财务报表上找到，这些项目的每股价值可以通过将其除以股份数量来获得。市值（一家公司的总价值）等于股价乘以总股数，公司净利润等于每股收益乘以总股数，总分配红利等于每股红利乘以总股数，公司资本净值等于每股账面价值乘以总股数。

公司的总价值随着股价的变动而变动，不是恒定不变的。个人投资者会更加关心公司股价和他所拥有的股票的总价值，而如果作为一家公司的潜在收购者，他还会关心这家公司的市值以便出价。

上市公司的评估

格雷厄姆和多德投资理念的评估过程中有三个重要概念，有如一个三条腿板凳的凳腿一样，它们是：资产、收益和红利。其中收益的概念不如其他两个概念重要，部分原因是资产和红利是比较明确的、容易获知的信息，而收益情况的不确定性要大得多，还因为收益情况决定了其他两项的数量。这就是为什么一家公司的经营状况出现问题是一件令人很烦恼的事情，因为其资产价值也会受到影响。如果这家公司有债务，那么其财务实力也会受到影响，因为财务实力表现为债务和资产之间的关系。最后，一个令人失望的收益状况也会削弱红利的分配。

对公司的外部投资者来说，衡量公司净现值的最好指标是收益流。当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然将来的收益主要靠估计，但是公司过去的收益是已知的，我们可以从财务报表中得到这个信息。这种收益流可分为两个部分：一个部分是用红利的形式分配给公司股东的，另一个部分由公司保留用于项目的再投资。

从理论上说，评估公司的最好方法是对其每一笔现金流的净现值进行评估，但这通常是不可能的。因为普通投资者不可能了解公司经营的每一个方面，不可能知道公司商业计划的详细情况，也不可能对公司所处的行业有深入的了解。在大多数情况下，普通投资者对公司的了解主要来自他所能得到的财务数据，比如说最近公布的公司收益和资产状况，以及这些数据和当前股价的关系。

公司最近收益的使用情况通过股东权益报表来汇总。这个报表由年初股东的净值开始，加上本年度的收益，减去所分配的股东红利，以及股票回购所花的资金，落脚点在年末的股东净值上面。虽然这种股东权益报表相当于其他几种财务报表的缩写版，但是它十分有用。一个好的例子是表 2.1 所提供的阿斯兰德公司（Ashland Inc.）股东权益报表。

一个衡量公司回报的工具是资产收益率（ROA），它由公司净利润除以公司总资产（流动资产和固定资产）得出。它实际上衡量了在资产净值和总负债（流动负债和长期负债，出现在资产负债表的右端）基础之上的公司盈利能力。这个指标的主要问题在于它没有区分资本的各个组成部分。

一个应用得更加广泛的工具是资本收益率（ROC），它是净利润除以资本。在这里，资本是长期负债和投入公司的资产净值，但是排除了净流动资产（以及短期负债）。这里的分母是长期负债的总和，分子是净利润的总和加上税后利息。这个财务比率是用来衡量公司的隐含盈利能力的。

最后，对于股权投资者来说，他们最感兴趣的一个财务比率是净资产收益率 ROE。这个比率是净利润除以股权收益。如果一家公司的资本收益率和净资产收益率存在巨大差异，那么就意味着公司的高回报和高成长是由负债所推动的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.1　股东权益报表样本　（单位：百万美元）

	普通股	实收资本	留存收益	其他累积损失	总计
1999 年 10 月 1 日余额	72	464	1 710	(46)	2 200
全面收益①			70	(26)	44
分红					
每普通股 1.1 美元现金			(78)		(78)
Arch Coal 股份拆股			(123)		(123)
普通股发行					
股权激励计划		8			8
企业收购		3			3
普通股回购	(2)	(87)			(89)
2000 年 9 月 30 日余额	70	388	1 579	(72)	1 965
全面收益①			417	(54)	363
分红：每普通股 1.1 美元现金			(76)		(76)
普通股发行					
股权激励计划	1	22			23
普通股回购	(2)	(47)			(49)
2001 年 9 月 30 日余额	69	363	1 920	(126)	2 226
全面收益①			117	(68)	49
分红：每普通股 1.1 美元现金			(76)		(76)
普通股发行					
股权激励计划		16			16
普通股回购	(1)	(41)			(42)
2002 年 9 月 30 日余额	68	338	1 961	(194)	2 173

① 将净收入调节为全面收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

	2002	2001	2000
净收入	117	417	70
最小养老金调整	(144)	(57)	2
相关纳税利益（费用）	56	22	(1)
未实现的换算收益（损失）	19	(21)	(37)
相关纳税利益（费用）	1	2	10
全面收益	49	363	44

资料来源：阿斯兰德公司 2002 年年报，经许可使用。

对投资者来说，有一些人们往往不太注意的重要概念值得重点关注。这些概念包括资产净值、收益和红利。如果 B = 股权收益的账面价值，D = 公司所支付的红利，E = 净收入，那么净资产收益率可以表示为 E/B。那些作为红利分配的收入百分比被称为红利支付率（股息支付率），即 D/E。

如果这个比率乘以净资产收益率，结果就是另外一个百分比，它的意思是红利分配率（红利除以账面价值），即 $(D/E) \times (E/B) = D/B$。那么企业留存的收益就是 $(E-D)/E$，或者 $1-D/E$。留存收益的比率乘以净资产收益率就是 $(1-D/E) \times (E/B) = (E-D)/B$，我们将此称为收益再投资率，意思是收益减去红利之差与资本净值之比，或者我们将其形象地称为收益的“再耕种率”（earnings plowback rate）。要注意的是：收益再投资率是完全独立于股价（P）之外的一个概念。还要注意，红利支付率和留存收益率相加应该是 $D/E + (1-D/E) = 1$，即 100%。红利分配率和收益再投资率之和应该就是净资产收益率，因为 $D/B + (E-D)/B = E/B$。

例如，假设一家公司的账面价值为 10 美元。如果他每产生 1 美元收益时分配 60 美分的红利，那么其相关财务比率计算如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净资产收益率（ROE）$= E/B = 1/10 = 10\%$

红利支付率 $= D/E = 0.60/1.00 = 0.60 = 60\%$

红利分配率 $= D/B = 0.60/10 = 0.06 = 6\%$

留存收益率 $= 1 - D/E = 1 - 0.60 = 0.40 = 40\%$

收益再投资率 $= (E - D)/B = E/B - D/B = 10\% - 6\% = 4\%$

要注意红利支付率和留存收益率相加应该等于100%，即

$$D/E + (1 - D/E) = 1$$

在这个例子里面即

$$60\% + 40\% = 100\%$$

价值投资和成长投资

我们现在来探讨价值投资和成长投资的异同。为了便于说明，我们将价值投资和成长投资的区别类比于股票投资和债券投资的区别。我们先来看看债券和股票的异同。在资本市场的早期（19世纪末期到20世纪早期），股票被看做债券的替代物。也就是说，人们拥有股票的主要目的是为了获得红利收入；其次是为了获得资本增值，或至少抵消通货膨胀带来的影响，当然最好还能多赚一些钱。精明的投资者（比如巴菲特）将股票看做特殊形式的债券，格雷厄姆和多德无疑是同意这个观点的。

债券是指公司发行的、约定在一定期限还本付息的有价证券。其特点是收益固定，风险较小。债券相当于借条，它承诺还款期限、借款用途、利率等。而股票是公司发行的证明股东所持股份的凭证，是公司股份的形式。投资者通过购买股票成为发行公司的所有者，按持股份额分享公司的经营收益（通过红利和资本增值的形式）。

比如一种一年期的债券，息票利率为8%，那么如果投入的本金为1 000美元，债券到期后你可以获得80美元的利息。如果市场利率忽然一下子降到7%，则这种债券就变得很有吸引力，因为它比市场利率要高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这种情况下，你甚至会用多于 1 000 美元的代价获得这种债券。这个代价可以是 1 080/1.07 = 1 009，也就是说你愿意用比 1 000 美元还多 9 美元的代价获得它，因为它可以保证你在这种利率水平下对抗市场利率的变化。而如果市场利率忽然一下子上升到了 9%，那么你就不愿意花 1 000 美元获得它了，你愿意花的钱是 1 080/1.09 = 991。也就是说，现在 1 000 美元中你要少花 9 美元才能抵消市场利率的变化。在第一种情况中，我们将 1 009 美元和 1 000 美元之间的差额称为溢价。而在第二种情况中，我们将 1 000 美元和 991 美元的差价 9 美元称为折价。

股票当然也存在这种现象。一只股票也可以产生溢价或者折价，这取决于这只股票的净资产收益率与其所要求的回报相比较的情况。所要求的回报又取决于目前普遍的债券利率是多少，再将股票的风险高于债券这种因素考虑进去。债券因为到期可以返还本金，大多价格波动不大，且风险较低，收益也较低。股票主要由于市场影响和上市公司情况变化不确定，因此风险较高，收益也不稳定。判断一只股票到底是贵还是便宜还有一个指标，即股票价格 P 和账面价值 B 的比值（P/B），这个指标与另一个指标市盈率形成对比。市盈率是股价 P 和每股收益 E 之间的比值 P/E。

为了说明这一点，假设一只股票的账面价值 $B = 10$，让我们分别计算 $P = 15$、10 和 6 时 P/B 的值是多少。

$P = 15$，$P/B = 15/10 = 1.5$，意思是股价与账面价值相比有溢价
$P = 10$，$P/B = 10/10 = 1.0$，意思是股价和账面价值相等
$P = 6$，$P/B = 6/10 = 0.6$，意思是股价与账面价值相比出现了折价

但是，红利收益率（D/P，这里 D 是红利，P 是股价）同时取决于红利和股价。假设红利等于 60 美分，让我们分别计算 $P = 15$、10 和 6 时 D/P 等于多少。

$P = 15$，$D/P = 0.60/15 = 4\%$
$P = 10$，$D/P = 0.60/10 = 6\%$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$P=6$，$D/P=0.60/6=10\%$

如果股价等于它的账面价值，即 $P=B$，那么红利收益率 D/P 就等于红利分配率 D/B。如果股价低于账面价值，即 $P<B$，那么红利收益率 D/P 就大于红利分配率 D/B；如果股价高于账面价值，即 $P>B$，那么红利收益率 D/P 就小于红利分配率 D/B。股价出现和账面价值不一致的情况与债券的情况很相似，债券的实际利息可能高于或低于息票，这取决于债券发行价与其票面价相比是有溢价还是有折价。在讨论的时候，债券的票面价与股票的账面价值具有可比性，我们常常将二者进行类比。

收益再投资率在理论上极其重要，因为这是公司预期的增长率。如果一家公司将所有收益都留存用于发展，那么其账面价值的增长应该和净资产收益率一致。然而实际情况往往不是这样，因为公司一般都会将一部分收益作为红利派发给股东。

投资一只股票的总收入来自资本所得和红利所得的总和，所以总收入是 $(E-D)/B+D/P$，第一个部分是收益再投资率，第二个部分是红利收益率。考虑到股票派发红利，从这个意义上来说，和债券真的很像。股票和债券的不同之处主要是股票的再投资资本，这种资本是不作为红利分配的。所以一只股票理论上的年收益率是资本收益率加上红利收益率，即收益再投资率加上红利收益率。

那么股票为什么会出现溢价呢？这通常是因为股票带来的净资产收益率已经超过了所要求的回报。19 世纪末 20 世纪初以来，自然科学和社会科学的进展使得企业往往可以用智力资本取代实体资产而获得远远超过一般意义上的投资回报。但即使是这样，智力资本还是需要通过与实体资产的互动而产生利润。这个过程可以用净资产收益率来衡量，例如微软公司的净资产收益率超过 20%，这意味着微软公司大量电脑程序员的生产率要远远高于大多数美国公司。我们也可以通过资产收益率来衡量，但股东则更加关注资产净值的情况。

是的，价值投资在整个 20 世纪 90 年代并不是最成功的方法，但是这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并不意味着价值投资过时了。人们应该意识到，这个10年是人类历史上非凡的10年，也许很多人在自己的一生中只能碰到一两次这样的年代。1991年美国打赢波斯湾战争和苏联的解体使得美国成为自一战以来世界上唯一的超级大国，而此时其他的主要力量都在走向衰落。但是这种情况在2001年的"9·11"袭击中有所改变，它使人们意识到，即使是美国的政治力量也不能解决一切问题。

另外一个影响20世纪90年代的因素就是高科技。这些新科技对于企业盈利能力的影响是巨大的，但是，这种影响往往被高估。2001年，世界上最大的光纤制造公司——JDS Uniphase公司的销售额和商誉大幅度下降导致该公司全年亏损506亿美元，每股亏损46.30美元，大约是全年收入33亿美元的16倍。这一切证明此前几年该公司所描绘的宏伟蓝图是虚幻的。如此多的账面财富转眼就消失，美国公司在2001年的利润其实并不比1995年高，6年的利润增长被一笔勾销。问题并不在于这些新科技是不真实的，而在于人们的期望过高。投资者都希望这些新科技在两三年左右就能产生效益，而不是通过20年、30年再产生效益。由于有这样的过高期望，当人们通过重新计算发现事实并不像他们想象的那样美好时，公司的股价就只能选择下行。

那么价值型投资者和成长型投资者的区别到底在哪里呢？成长型投资者希望股票有很高的成长性，一般是15%，有时是20%以上。如果上市公司真有这样的成长速度，那么这类投资者就可以接受更高的溢价，或者说更高的市盈率，以抓住这样的成长机遇。股票的高成长通过高净资产收益率体现出来。这样的投资者拥有充分的信心来判断什么样的股票可以实现这样的回报，而什么样的股票不行。让我们假设这种情况是可能的（而一般是少见的），那么股票的价格就不是一个太重要的因素，因为公司的成长最终会赶上股价的上涨幅度。在这种极端的情况下，成长型投资者的投资哲学可以认为是"只谈成长，不谈价格"。

价值型投资者与此不同，他认为大多数公司都不会获得平均业绩以上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的增长。所以他会寻找那些具有一般盈利能力的公司，并用一个划算的价格购买其股票。价值型投资者甚至会接受盈利能力低于一般水准的公司，只要股价合适就可以考虑购买。他们的想法是：只要股价足够便宜，而且红利支付率足够高，甚至那些净资产收益率低的公司都是有吸引力的。

成长型投资者和价值型投资者之间的分歧本身有点像人们对于这个世界看法的分歧。成长型投资者相信：公司收益会按照一个平稳的步调成长，相应地，股价也会在一个比较窄的空间里围绕一条中心线上下波动。在这样的假设下，投资者所能做的最好的事情就是骑上这匹快马，然后跟它一起奔向财富的彼岸。在成长型投资者的世界里，我们很容易计算出很久以后资金的净现值，因为我们对于公司将来成长的估计不会太离谱，所以我们可以更好地预测股价。

而价值型投资者就不是这样，他们认为公司的成长状态是不均衡的，不稳定的，难以预测的。这也会通过股价的无序波动反映出来。价值型投资者往往会耐心地等待合适的股价出现，因为他们认为公司的收益成长是难以预测的，只能通过猜测；而公司股价是明确的，一目了然的。价值型投资者对于以下的情形总是很警惕，保持一种密切关注的审慎：公司的收益忽然有了很快的增长，或者传出消息说另外一家公司提出收购这家公司，为的是得到这家公司便宜的资产从而提升他们自己较低的回报率。

从历史的观点来看，股市的涨跌和公司股价的涨跌都和经济周期有密不可分的联系，这种波动是整体经济周期性波动的反映。成长型投资者可以短期内骑上快马，然后驾驭它而获得一些收益，有时候是比较大的收益。但是，很少有人能真正把握股市潮汐涨落的节奏，在该退出的时候退出，该放弃的时候放弃，从而锁定其得之不易的“利润”。根据股市的统计学规律，我们知道股市长期来看是趋于一个平均值的，所以它会削掉波峰和波谷。正如格雷厄姆所说，“短期来看，市场是个投票机；但从长期来看，市场是台称重机”。

对成长型股票和价值型股票的回报特点，有很多研究显示，成长型股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的资本收益每年比价值型股票要高 1.5 个百分点（这一点也不像好多人想象的那么高）。但是价值型股票比成长型股票在红利分配上要高 3 个百分点。所以投资价值型股票比投资成长型股票每年在总收益上要高 1.5 个百分点。红利的收益对于股票总收益的影响被太多投资者忽视了。

大多数投资者的投资目的都是为了买房子、子女教育或者退休养老。如果是为了这样的目的而投资，那么就不应该将钱投向那种不知去向的地方。就像一个赌徒，他不可能知道下一步是输是赢，投资者也不应该在赌场一样的气氛中投资。一个赌徒不知道何时该放弃，同样，一个有赌性的投资者也不知道何时该放弃，所以他们很少赢到最后。从这个意义上来说，价值投资对于那些长线投资者来说是更好的投资方式，尤其是在那些“不平凡”的年代，诸如 20 世纪 90 年代、60 年代和 20 年代。

然而不幸的是，我们往往无法摆脱人性的弱点，很难抵抗那种抓住“一生只有一次的机会”而进行投机的欲望。当然，如果你有多余的资金，并在一个可预见的将来暂时不会用它，那么你可以将自己的一小部分资金投入这种高风险但是成长迅速的股票。正如先锋基金公司的前任 CEO 约翰·伯格所建议的，这种投机资金在你的总投资额中所占的比例不应该超过 5%。另外，你还应该充分认识到这种投机背后的风险，时不时地将利润抽走用于你的投资组合的其他品种，遵守 5% 的投机上限。如果听从这样的合理建议，我们都会受益的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





第二部分
固定收益评估

◎ 第三章　固定收益的基础 / 37
◎ 第四章　企业的固定收益 / 56
◎ 第五章　有问题的固定收益 / 76



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

固定收益的基础

债券比股票更安全，这是一个人所共知的道理。原因主要是债券会有到期时“保证还钱”的承诺。但是这个“保证”也只是发行者作出的，发行者有多好，这种“保证”就有多可信。20 世纪 30 年代，人们投资于股票遭到了巨大损失，然而债券却成为很多人的避风港。20 世纪 30 年代末期人们的口头禅是：唯有债券是好投资。

我们现在先谈谈债券的问题。虽然本书通篇主要是谈股票投资，但是债券也是一个我们不得不好好研究的问题。这一方面是因为债券本身就是好的投资工具，另一方面是因为影响债券的因素在很大程度上也影响股票，也就是说股票投资的原则很大程度上和债券的投资原则是相似的。我们认为普通投资者对于债券和股票投资方面相似性的认识是远远不够的，而这一点是格雷厄姆和巴菲特都牢记不忘的。另外，投资者通过对这种“更安全”的投资工具（比如说美国国债）的应用可以感受到投资的魅力。虽然如此，但是债券也有自身的风险。实际上，一个没有经验的投资者投资股票时会发现自己暴露于高得惊人的风险之下，这些风险来自影响股票价格涨跌的众多经济变量。

利率在不断地上下波动。仅这个事实就使得投资存在风险，即使投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于最安全的美国国债也不是没有风险的。美国国债既没有收益的变化，也没有拖欠的风险，但还是有风险，投资者要充分认识这一点。投资者在作出购买或不购买的决定之前要充分认识到可能明天它的回报率就会不一样了。如果你预计明天的投资回报会更高，那么就应该将这种投资品种在手里多留一天；如果你预计它的回报会更低，那么你就应该今天卖掉它；而如果明天的回报和今天一样，那么你将其留在手里不动，就耽误了一天时间。在这种讨论中，我们没有考虑因为频繁作出投资决策而支付的管理费和交易费。

有些投资工具的风险只与市场利率的波动有关，本章就只讨论这种投资工具。我们暂不讨论这些投资工具的信用风险，即投资者完全收不回本金的风险。这种投资工具是美国政府以及一些商业银行所发行的债券。美国政府所发行的债券以整个美国政府的信用作为担保，而美国的商业银行所发行的债券背后显性或隐性地也有美国政府的担保。美国国债往往被认为是“零风险”的，因为它们拥有美国政府的完全承诺。不考虑其政治风险，投资者投资于这种工具的收益是有保障的。一个可能大得多的风险是高通货膨胀率可能侵蚀掉这种投资的相当一部分价值，而这种情况我们在本章的稍后部分会有所提及。

美国政府债券

“零风险”的美国国债的担保使得它可以对抗其他投资工具的所有风险。美国国债有三种形式：短期国债（1 年或 1 年以内到期）、中期国债（存续期在 2 ~ 5 年）和长期国债（存续期 5 ~ 10 年，以前是 30 年）。短期国债的单位是 1 000 美元，中期和长期国债的单位是 10 000 美元或以上。

美国短期国债折价发行，意思是到期 1 000 美元的国债发行的时候价格低于 1 000 美元，比如说以 900 美元发行。这一点从纳税的角度看很重要，因为在到期日之前或者债券在转售之前其利息是免税的。这些债券用一个数字定价，意思是将到期日的价格乘以这个数字所表示的百分比以计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算出其现在的购入价格。比如它的定价是 97 美元，意思就是到期为 1 000 美元的债券现在的售价是 1 000 美元的 97%，即 970 美元。因为这种债券的短期性质，人们往往将这种债券等同于现金对待。

对于票面价值 1 000 美元、期限正好为 1 年的美国短期国债来说，其定价 $Q=100/(1+r)$。在这里，Q 是现在的国债定价（这个定价用百分比表示，不用具体金额表示），100 是 100%，r 是年利率。所以 $r=100/Q-1$（计小数），这样我们知道了其现在的定价，就可以计算出其年利率。比如 $r=5\%$，则定价 $Q=100/1.05=95.24$。这表示目前这种债券的售价是其到期日价值 1 000 美元的 95.24%，即 952.4 美元。如果 $Q=97$，则 $r=100/97-1=3.09\%$。

美国政府的中期债券和长期债券周期性地支付债券利息并在到期日返还投资者本金。这种年度利率就是息票利率，以前的投资者都是在到期日将债券上附带的息票撕下来出示给债券发行者从而获得利息，而如今在这种电子化的年代，一切都通过电子交易来完成，所以“息票”这个词已经不具备当初可以触摸的有形特点，而仅仅表示债券利息。同样，中期债券和长期债券也是通过其票面价值来定价的，也就是用票面价值乘以百分比。比如有一种中期债券或者长期债券的定价是 100 美元，那么它的售价就是票面价值 10 000 美元的 100%，即 10 000 美元。

这种债券的利息是半年支付一次，所以它的利率就是半年利率，而不是年利率。也就是说，假设其半年利率为 r，则年利率就是 $2r$。因为我在计算现值的时候用的是年利率，所以我们往往将其半年利率乘以 2 以获得年利率从而计算现值。比如一只年利率为 8% 的 5 年期债券，我们一般将其看做利率为 4% 的 10 期（半年一期）债券。

在本书中，我们所说的息票利率指的是年利率，而我们所说的息票是半年支付的。但是为了计算的方便，我们一般用票面价值而不用定价来计算。所以我们会将票面价值 P 理解为是由一系列的现金流 $c1$，$c2$，$c3 \cdots c2n$ 所组成，其本金在 $2n$ 期后返还。如果我们知道年利率 $r/2$ 的值，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们就可以通过利息表、相关电脑软件，甚至便携式计算器算出这种债券的现值。

因为市场利率总在不停地变化，所以你所购买的债券的现值也在不断地变化。比如说你购买的是年利率为 8% 的 5 年期债券，则我们将其看做利率为 4% 的 10 期（半年一期）债券。如果市场利率保持在 8% 不变，那么你到期就正好收回本金并收回和市场利率一样的债券利息。即 10 000 美元的债券，其现值正好是 10 000 美元。而如果市场利率降为 6%，那么你的这笔投资在债券到期后就可以收回比银行存款更多的收入，也就是说你的这笔投资的现值相对而言上升了。而如果市场利率上升到 10%，那么就意味着你到时候收回的钱比你将其存到银行要少一些，就是说你的这笔投资的现值相对而言下降了。这种现值变动的情况参见表 3.1。

息票债券可以在到期日之前卖掉。如果你这样做，你可以保证收回本金吗？答案是否定的，因为如果市场利率高于你所持有的这种债券的利率，那么你的本金就不能完全收回来。一般债券在发行的时候，所设定的利率和市场利率是非常接近的，如果定价比票面价值要低，这个差额就是折扣。而如果定价比票面价值高，这个差额就是溢价。当一只债券发行的时候，它的发行价格和票面价格非常接近，因为它的利率设定得和市场利率非常接近。但是随着时间的推移，市场利率也许会有很大的变化，这样就会导致一些特定的债券出现较大的折扣或溢价。20 世纪 70 年代是高利率的年代，所以这个时候发行的债券利率较高，而 20 世纪 90 年代是低利率的年代，所以这个时候发行的债券利率也较低。我们由此可以知道那些在 1970 年发行，到 1990 年才到期的债券就会拥有较高的溢价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.1 一只 5 年期、利率为 8% 的债券的现值表

第一部分市场利率不变（半年利率 4%）

期数	现金额（美元）	折现率	现值（美元）	时间加权的现值（美元）
1	400	0.9615	384.60	384.60
2	400	0.9246	369.84	739.68
3	400	0.8890	355.60	1 066.80
4	400	0.8548	341.92	1 367.68
5	400	0.8219	328.76	1 643.80
6	400	0.7903	316.12	1 896.72
7	400	0.7599	303.96	2 127.72
8	400	0.7307	292.28	2 338.24
9	400	0.7026	281.04	2 529.36
10	10 400	0.6756	7 026.24	70 062.40
总计			10 000.36	84 357.00

第二部分市场利率变化（半年利率 3% 或者 5%）

期数	现金额（美元）	折现率	现值（美元）	折现率	现值（美元）
1	400	0.9709	388.36	0.9524	380.96
2	400	0.9426	377.94	0.9070	362.80
3	400	0.9151	366.04	0.8638	345.52
4	400	0.8885	355.40	0.8227	329.08
5	400	0.8626	345.04	0.7835	313.40
6	400	0.8375	335.00	0.7462	298.48
7	400	0.8131	325.24	0.7107	284.28
8	400	0.7894	315.76	0.6768	270.72
9	400	0.7664	306.56	0.6446	257.84
10	10 400	0.7441	7 738.64	0.6139	6 384.56
总计			10 853.08		9 227.64

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一只债券的回报是用其收益率（即息票利率）来衡量的，单位是“基点”，它是1%的1%，也就是万分之一。比如2%的收益率意思是200基点。债券只有按照票面价值发行时才能准确计算收益率。如果债券折价或者溢价发行，那么一个更准确地衡量债券收益率的方法是当期收益率，也就是息票利率除以债券价格。如果债券是折价发行的，那么当期收益率要高于息票利率，因为分母小于100。如果一只债券溢价发行，那么当期收益率要低于息票利率，因为分母大于100。

当期收益率的计算到此时还没有结束，因为作为一个投资者，你还要考虑过程中发生的溢价或折价因素。我们将此因素称为摊销。如果我们知道债券到期日、价值、息票利率和现价，那么我们就可以计算出它的实际利率，即债券的到期收益。我们不在这里进行具体的计算，投资者可以通过电脑软件或计算器完成这种计算。如果一只债券溢价发行，摊销系数为负，它的到期收益就比当期收益低；如果一只债券折价发行，摊销系数为正，它的到期收益就比当期收益高。那么你希望价格高还是低呢？当然，如果你是卖方，你通常希望它更高，如果你是买方，你通常希望它更低。

到2001年为止，美国财政部发行的都是30年期的债券，每半年支付一次利息。但是有一些投资公司将其利息支付的职能去掉，而用一种比票面价值低的发行价来发行这种债券，也就是说30年以后只返还本金，而不支付任何利息。比如有投资者购买了这种不支付利息的债券10 000美元，它的年利率为8%，30年后到期，那么30年后这个投资者将收回10 000美元，而不会收到任何利息。假如市场利率也是8%，这个投资者到底愿意花多少钱购买债券呢？如果我们计算这30年后获得的10 000美元的现值，就很容易知道答案。我们的答案是994美元。

零息债券同样也可以在到期日之前卖掉，但是它的价格如同标准债券一样也是根据市场利率的变化而变化的。我们可以很容易地计算出这样的债券在不同时期和不同的市场利率下的现值，从而就可以很容易地判断市场上这种债券的买卖到底是意外之财还是投资陷阱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后的分析告诉我们，作为一个债券投资者，我们的目的是让自己的总回报最大化。对于任何一种债券来说，它的价格越低，那么收益会越高。换一种说法，你会希望在市场利率相对较高时买入债券而不是在市场利率相对较低时买入债券，因为这样的话，你获得溢价的可能性会更大。因此你的债券投资收益是一种综合作用的结果。一方面，你将获得资本的增值，但是另一方面，你却不得不接受相对较低的投资回报。这种情况对于那些刚刚获得新财富的投资者来说更难以取舍。

债券有一个固定的投资利率。和股票不一样，一只债券永远也不卖出才能实现其最终价值。所以作为投资者，你可以通过债券到期日价值的倒推计算出其现值并同时考虑市场利率的情况，从而用尽可能低的价格买到合适的债券。你应该问自己这样一个问题：“我可以用多低的价格买到它?”而不是问：“它会涨起来吗?”而价值型投资者会将同样的原则用于股票投资。

麦考利久期

1938 年，弗雷德里克·麦考利提出了一种方法，用于计算债券所产生的现金流现值（PV）的加权平均时间，我们将其称为麦考利久期法。这种方法有什么作用呢? 假设一种债券的票面价值是 P，一共分 n 期支付，每期支付的数额是 c，那么每期（t）息票的现值就是 c 乘以折扣率。所有现金流现值的总和就是 PV_t（$t=1, 2\cdots n$）的和，那么所有时间加权现值的总和就是 $t\times PV_t$（$t=1, 2\cdots n$）。于是加权平均时间 T 就可以通过时间加权现值的总和除以加权现值的总和，由此得出的这个时间就被称为麦考利久期，根据其提出者的名字而命名。其计算公式参照图 3.1 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

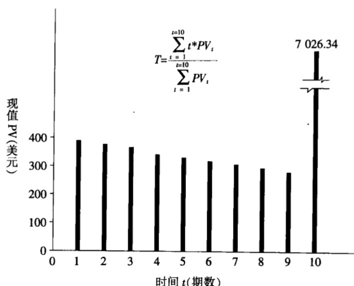


图 3.1 麦考利久期

假设有一种 5 年期债券，利率为 8%，即一共 10 期返还，每期利率为 4%。根据图 3.1，我们可以计算出麦考利久期。这种债券的麦考利久期 t = 84 357/10 000 = 8.4357 期。因为这个麦考利久期 t 的值是根据每期 6 个月、一共 10 期的方式来计算，所以这种债券每年的麦考利久期就是 8.4357/2 = 4.21785 年。

表 3.2 描述了一个相似的计算过程。我们由此可以看到一只 5 年期利率为 6% 的债券和一只 5 年期利率为 10% 的债券的不同久期。它们的久期分别是 8.7861 期和 8.1067 期，每年的久期则分别是 4.39305 年和 4.05335 年。从这些例子我们可以看出，如果其他条件都不变，那么利率越高，久期越短，也就是投资者收回投资越快。从某种意义上说，麦考利久期衡量了债券的风险性，因为如果一只债券所产生的现金流的现值收回越快，那么这只债券就越安全。

对于零息债券的特殊情况，时间加权后的现值之和正好等于到期日所有现金流的现值之和，所以其麦考利久期和债券到期日是完全一样的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而如果在到期日之前的任何一个时候此债券支付了利息，那么其时间加权后的现值之和就会小于到期日所有现金流的现值之和，这样，其麦考利久期就会短一些。所以在到期时间相同的条件下，息票利率越高，久期越短。而且，在息票利率不变的条件下，到期时期越长，久期一般也越长。同时，在其他条件不变的情况下，债券的到期收益率越低，久期越长。

如果其中有很多次支付息票的情况出现，那么其麦考利久期会比到期时间短很多。如果利率变化了 x 个百分点，那么债券价值的变化可以通过将麦考利久期乘以 $x\%$ 计算出来。到期日长的债券对于利率变化的敏感性要远远大于到期日短的债券。如市场利率变动一个百分点，一只 30 年到期的零息债券可能最终升值或贬值 30%。

通过对债券的风险和回报特点的分析，我们可以总结出债券的 5 个特点：

1. 当价格上升，债券收益就下降，反之亦然，因为债券的到期日和最终价值都是已知的。

2. 在到期时间相同的条件下，息票利率越高，久期越短。息票利率越高，早期支付的现金流的权重越大，加权平均到期时间自然就越短。

3. 债券的麦考利久期小于或等于其到期时间。只有仅剩最后一期就要期满的债券的麦考利久期等于其到期时间。

4. 在息票利率不变的条件下，到期时期越长，久期一般也越长。在其他条件不变的情况下，债券的到期收益率越低，久期越长。

5. 久期长的债券比久期短的债券对市场利率的变化更敏感。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.2 5 年期利率分别为 6% 和 10% 的债券的现值表

第一部分利率为 6% 的债券（每期利率 3%）

期数	现金额（美元）	折现率	现值（美元）	时间加权现值（美元）
1	300	0.9709	291.27	291.27
2	300	0.9426	282.78	565.56
3	300	0.9151	274.53	823.59
4	300	0.8885	206.55	1 066.20
5	300	0.8626	258.78	1 293.90
6	300	0.8375	251.25	1 507.50
7	300	0.8131	243.93	1 707.51
8	300	0.7894	236.82	1 894.56
9	300	0.7664	229.92	2 069.28
10	10 300	0.7441	7 664.23	76 642.30
总计			10 000.06	87 861.67

麦考利久期 T = 87 861/10 000 = 8.7861 期

第二部分利率为 10% 的债券（每期利率 5%）

期数	现金额（美元）	折现率	现值（美元）	时间加权现值（美元）
1	500	0.9524	976.20	976.20
2	500	0.9070	453.50	907.00
3	500	0.8638	431.90	1 295.70
4	500	0.8227	411.35	1 645.40
5	500	0.7835	391.75	1 958.75
6	500	0.7462	373.10	2 238.60
7	500	0.7107	355.35	2 487.45
8	500	0.6768	338.40	2 707.20
9	500	0.6446	322.30	2 900.70
10	10 500	0.6139	6 445.95	64 459.50
总计			9 999.80	81 076.50

麦考利久期 T = 81 076/10 000 = 8.1076 期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货膨胀的影响

美国国债由美国政府的诚信和信用担保其名义价值，但是它对债券的实际价值不能提供任何担保。投资者可以持有债券至到期日以对抗市场利率变化带来的损失，但是不能规避各种市场力量所导致的债券实际价值的变化。除了经济学上的供需原理以外，通货膨胀（纸币发行量超过商品流通中所需要的货币量而引起的货币贬值、物价上涨）是影响投资收益的主要因素，对于存续期长的长期债券更是这样。

在考虑通货膨胀的影响之前，我们有必要将市场利率在通货膨胀下的变化作一个说明，以观察通货膨胀对市场利率的侵蚀和影响机制。设定 r 是实际利率，也就是不考虑通胀因素的利率，j 是考虑了通胀因素的利率，这种利率我们称为名义利率。设定 k 是价格的平均变化率，这个 k 在通胀时为正，在通缩时为负。在计算各种金融工具的不同指标时，我们用 $(1+j)$ 来计算通胀的影响。这个因素也可以写成 $(1+r)\times(1+k)$，这样就包括了实际利率和通胀率两个因素。当我们将公式 $(1+j)=(1+r)\times(1+k)$ 进行一些运算，就会发现 $j=r+k+r\times k$，而 $r=(j-k)/(1+k)$。所以我们可以将此公式简略地表示为 $j=r+k$，或者 $r=j-k$。换句话说，名义利率约等于实际利率加上通胀率。

说到债券投资，以上公式中的 r 就是息票利率，这是没有考虑通胀因素的利率。j 表示某一个时点的实际利率。当然，债券的供需情况也会影响债券利率的名义价值和实际价值。因此，市场利率的变动实际上包含了通胀和信用的供需情况两方面的影响。

20 世纪 70 年代，美国国债的收益率从 5% 爆炸式地增长到 15%，显示出明显的通胀影响。这种情况在美国的和平年代是从未发生过的。这就使得美国在 20 世纪 60 年代所发行的那些利率为 5% 的债券在 70 年代的利息实际上为负数，因为这个时候市场利率早就高于 5% 了。债券贬值得非常厉害，所以那些在 20 世纪 70 年代、60 年代甚至 50 年代购买低息国债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资者就蒙受了前所未有的巨大损失。因为利率的上升只是通胀上升的一种影响而已，那些将债券持有到期的投资者还发现他们所收回的本金也因为物价水平的变化而蒙受了第二重损失。

20 世纪 90 年代末出现了一种新的投资工具，它就是防通胀债券（TIPS）。在 21 世纪早期，这种债券的定价是为了保证 3% 以上的实际收益。但是它被那个时代的大多数人所忽略，因为人们相信当这种债券的实际利率是 2% 时，市场利率却会达到 6%，也就是说市场利率高于债券的利率。很多发展中国家都有自己的防通胀债券。

这种防通胀债券按照票面金额来发行，它的突出特点是其本金随着消费价格指数（CPI）的变化而递增。CPI 是衡量各个时期居民个人消费的商品和服务零售价格变化的指标，通常是观察通货膨胀水平的重要指标。因此，一个投资者当初投资 100 美元的这种债券可能几年后其本金价值会达到 110 美元，具体金额根据 CPI 的变动来计算。防通胀债券最早发行于 1997 年，和我们所熟悉的美国国债一样。而防通胀债券和美国国债不同的地方是，它的本金与 CPI 挂钩，所以当通货膨胀增温时，防通胀债券的本金就会增加。相对地，通缩的时候，本金就会下跌，但是美国政府不会让该债券的价格低于票面价值。这样的话，债券到期时，可以保证投资者得到的金额会大于或等于当初所投入的初始金额。因为其本金可以随着通货膨胀上升，投资者通常将防通胀债券看成可以规避通货膨胀风险的投资工具之一。

因此，一只本金 110 美元、报价 99 的这种债券意味着它的价格是 $0.99 \times 110 = 109$。如果发生通缩，本金价值可能走低，即当 CPI 下降 1%，那么按照票面价值发行的债券本金价值变成了 99 美元。这种情况自从这种债券发行以来似乎还没有发生过，但是美联储主席格林斯潘看起来似乎曾经对 2003 年初的通缩感到担心。

实际利率的变动体现了两个方面的变化，第一是名义利率，第二是通胀率。名义利率的风险可以通过将这笔投资锁定一段较长的时间来规避，而通胀风险的规避则要困难得多。猜测通胀率是一件复杂得几乎不可能完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成的工作，即使是一个十分精明的经济学家耗费所有的时间与精力来做这件事情也不见得做得好。因此，大多数人对于通胀率变化的预测只有通过猜测来完成，有猜测就有风险。所以作为精明的普通投资者，更好的办法就是选择投资于这种防通胀债券（这种债券不需要猜测），而不是那种传统债券（因为它们是基于名义价值来定价的）。

防通胀的措施也不是完美无缺的，个人退休金账户（IRA）除外，因为那种账户是延迟纳税的。利息收入是要纳税的，而与通胀率绑定的本金增值也是要纳税的，比如零息债券就是这种情况。如果通缩导致本金价值减少，那么这种保护就会更好，因为债券本金上的减少会使得其在纳税上反而有优势。这种防通胀投资工具使得投资者可以最大限度地保住本金价值，所以与通胀率挂钩的投资工具对于某一类投资基金更为适用，那就是养老基金和其他退休基金，因为这种基金要求在任何情况下都不能使本金损失，在此基础之上，再尽可能多获得留存收益。

管理国债的风险

因为投资国债既要承担通胀风险，也要承担其他的隐性或显性风险——关于这些风险我们前面作了一些介绍——那么，如何管理这些风险呢？这是一个值得我们深思的问题。

市场利率的变化会对我们投资的本金和利息产生相反的影响，本金在将来受到影响，利息在当期就会受到影响。如市场利率上升，本金价值就下降，而利息会上升，因为它可以被用于再投资，而这种投资是基于更高的市场利率来进行的，因此可以获得更高的收益。如果市场利率下降，那么长期的本金价值就会上升，但是利息却会下降。

作为投资者，我们都想知道自己所投资的债券价格到底是高还是低。高卖低买是投资原则，所以如果你是卖方，你当然希望债券的价格足够高，以便你获得满意的收益。而作为买方，你当然希望它的价格足够低，从而让你获得将来的可能收益。这有两个原因。第一，是纳税方面的原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因。如果你折价买了一批债券，那么在到期日你可以获得资本增值的收益，而你这种交易的应税额相对较低。第二，是因为通货膨胀。同样一笔本金在到期日可能比你当初支付的时候价值更低，如果你在考虑价值的时候充分考虑到了通货膨胀的因素。

你也许会用90美元的价格购买一种债券，因为你期待它到期的时候以其票面价值返还你。折价买债券的不利之处是：你的息票收益和当期收益比你以票面价值购买的债券所带来的价值要低，因为这种收益的差别体现在资本收益上，而且这种情况表明你可以将一部分息票收益储存起来，以对抗通货膨胀，你真的不能花掉所有的息票收益。

溢价债券的优势是你可以获得丰厚的当期收益，而劣势是如果你持有债券至到期日，那么就会有资本上的损失。另一个问题是你无法对抗通货膨胀，因此较高的当期收益实际上是鼓励投资者在当期花太多的钱，而不是将钱用于对抗通胀和资本价值的损失。如果投资者持有债券到期，而市场利率上升了，那么他们就蒙受了机会损失。也就是说，他们没有将这笔钱在较高的利率下进行投资。

相反的情况是将来的市场利率会比息票利率低，例如20世纪80年代早期市场利率上升到了一个历史新高，但是进入20世纪90年代，市场利率又下降了。在这段时间，债券的利息不得不在一个逐级降低的回报率上进行再投资。幸运的是，对此我们有解决方案，那就是购买可分割债券，因为这种债券已经将利息分离出来，因此也就不会有再投资的问题。大多数经纪公司都发行这样的可分割债券。投资者应该注意到，这种债券有一个特点，那就是已累积的利息并未支付，但是要按照年度纳税（个人退休金账户除外）。

为了管理这种由市场利率的变化所带来的风险，投资者可以设计两种不同风格的投资组合，以使自己的投资多元化：第一种是购买不同发行者发行的债券，第二种是购买同一发行者发行的不同到期日的债券。我们将第二种投资策略称为“梯级投资”，意思是你可以将大致相等的钱投资于1年、2年、3年、4年、5年或更多年到期的债券，这样你在每年都有到期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的债券，因此你又可以将其在不同的市场利率下进行再投资。

债券的另外一种风险是税。美国国债不用交州税和地方税，但需要交联邦税。美国发行一种零息债券，其息票收入被自动按照一种预先设定的利率进行再投资，直到债券到期日。因此这种情况下，在到期日之前投资者的息票收入可以暂缓交税。20 世纪 80 年代早期，有一种 EE 债券被引入，美国财政部通过商业银行向普通公众以 50% 的折价率发行这种债券。这种债券有两个到期日，第一个到期日是当投资者的收入加上变动利息下的息票收入达到发行价的时候，投资者可以撤出以收回投资，而不用承担罚款；或者他可以将此金额在设定利息下进行再投资，直到债券的最后到期日，比如说 20 年后。

EE 债券的变动利率通常比同期的美国国债利率要低一些，但是它们拥有如下的一些独特之处，使其对投资者来说是有吸引力的：

1. 投资者可在任何时候将此债券再卖给美国政府，而他们在卖的时候计算的依据是这种债券的规定利率，而不是市场利率。所以投资者的本金不会蒙受损失，因为利率是已知的。

2. 投资者可以每年交利息税，就像其他的可分割债券一样，也可以暂缓交税，一直持有债券至到期日或者出售的时候。

3. 如果其他的 E 系列债券以更高的利率发行，那么持有较低利率债券的投资者可以与其他持有较高利率债券的投资者进行等值互换，从而获得更高利率下的回报。

因此，E 系列债券的优势包括：相对较高的收益、对于本金的保护以及绝对的信用安全和延迟纳税。

由于以上原因（还有一些未提及的原因），对于哪怕是非常精明的职业投资者来说，要想获得最优的债券投资组合也是一件十分困难的事情。这个任务包括交易、确定头寸以及对投资组合的设计，同时还要避免任何可能的金钱损失，因此困难无比。对于职业投资者来说，每当他想更换自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己的投资策略时，账面损失往往就可能变成实际损失。

业余投资者不应该追求所谓“最优的”债券投资，而应该尽量进行可接受的投资，这意味着他并非期待自己的投资组合可以带来最高的投资回报，而是理性一些，为自己设定一个恰当的目标。这个可行的目标就是他的本金有所增长，而又时不时地有一些现金收益用于再投资。在投资中，市场利率变化所导致的短暂的账面损失不应该被转换为实际损失，因为这种损失会抵消其较高的收益。毕竟，我们投资于债券的目的是为了在将来获得一些收益，以对抗通胀，同时提高我们的实际购买力。

其他安全性高的固定收益投资工具

市政债券传统上也被看做一种政府债券，因为它们由州政府、地方政府或者其他的政府部门发行，所以也被看做由政府信用所担保的债券，但二者还是有两点不同。第一个是，一个城市的税收基础比整个国家要小得多，也没有那么稳定。人们在美国州与州之间的流动比在美国和其他国家之间的流动要频繁得多。第二个是，一个地方政府不能像联邦政府那样通过印刷更多的钞票来拯救自己。同样的特点也适用于各州发行的债券。

市政债券有两种类型。第一种类型是一般债务债券（GO），它由地方政府的税务局所支持。这种债券由发行单位用全部信誉以及充分的税收来支持。第二种是收益债券，它是针对某些特定项目的。那些资金规模较大的投资者对于第二种债券更感兴趣，因为它与具体的项目挂钩。

如今的市政债券远不如以前安全，尤其是没有当年巴菲特给他的投资者们写信的时候安全。1970 年，他写信给投资者们说：“我完全无法想象纽约市政府会赖账。（所以尽管放心吧！）”如今债券安全性降低的原因有如下四个。第一，就在巴菲特提出这个看法后不久，包括纽约市在内的一些市政府走向了破产的边缘。第二，后来美国政府在 1979 年通过了一项法案，允许地方政府不履行债券偿付的职责，而不是通过提高税收来偿债。第三，后来又出现了一些不定期拖延偿债和短期停止偿债的情况，比如华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盛顿电力供应服务公司（WPSS）。顺便说一句，当时巴菲特就买了这家公司的不少折价债券。第四，后来又发生了一些地方政府的破产事件，比如加利福尼亚州的奥兰治县，就因为狡猾的财政局长罗伯特·西特伦从事衍生金融产品投资，导致巨额亏损，最终地方政府宣布破产。

更多的保守型投资者更加青睐市政债券。州政府发行债券主要是为了修建高速公路、建造住宅，以及为教育集资。公路、桥梁、住宅等设施最终会产生经济效益，从中所得收入可以用来偿付债券的本金、利息，如征收过桥费来偿还建桥债务，征收过路费、燃油税来偿付建造高速公路的债务。投资者可以通过这些债券获得相应的收益。州政府为特定工程项目集资而发行债券，但这些债券的偿付与否将有赖于工程的收益，所以这些债券是有风险的。即一旦工程工期延长，或项目完成后效益不如预期好，那么其债券的偿付就可能拖延。其他地方政府，如县、市为特定工程项目发行债券，也依靠工程完工后的收益来清偿债务。当然，投资者可以考虑通过这些多样化的投资渠道而获取收益，但是其风险各不相同。

有一些和地方政府相关的机构是得到政府特许的，如吉利美（Ginnie Mae）。还有一些机构由政府特许经营，但是由私人股东所有，比如房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac），以前这个类别中还有一家公司萨利美（Sallie Mae），但是后来被完全私有化了。这些机构被称为政府资助的实体（GSE），不像吉利美那样在法律上拥有不拖欠的保证，也就是说房利美和房地美这样的机构没有在法律上规定一定不拖欠。但是我们很难想象美国政府会允许这样的公司拖欠，因为它们已经和美国的政治、经济发生了盘根错节的复杂联系，牵一发而动全身。因此它们的收益比美国国债要高 100 个基点，意味着它们虽然不如国债安全，实际上也是很安全的。但还是有一个风险存在，那就是政治上的风险，即这个项目可能出现中止。如果这种情况真的发生，那么在项目被中止期间，现有的债券持有人会逐渐实现其投资收益，而新的投资则不允许进入了。

我们应该注意到，虽然这些机构受美国政府保护，但是其运作完全是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业性的，目的仍然是利润最大化。那些政府资助的实体往往会利用自己和政府的特殊联系而将此作为一种独特的竞争优势。在历史上，曾经出现过长期资本管理公司（简称 LTCM，一家著名的对冲基金）于 1998 年失败的先例。高投资杠杆的利用使得这家公司走向崩溃的边缘，然而这样的事情并不少见。20 世纪 70 年代纽约市的教训也是这样，虽然这种地方政府不大可能像公司破产一样陷入万劫不复的境地，但是出现这种情况也足以令债券持有人万分焦虑了。

银行存款也有必要在这里讨论，因为我们可以将其看做政府担保的证券，所以它们是安全的，但情况不是一直都这样。比如在 20 世纪 30 年代的经济大萧条中，就确实有很多投资者因为银行破产而损失掉他们所有的金钱。当时人们最害怕的一种情况就是大家到银行挤兑，提走所有的现金，从而造成银行根本就没有足够的钱来维持日常运营。在这种情况下，银行显然已经没有能力保管好最后一批储户的钱。一个连带影响就是，市场上的各种公司忽然发现在它们最需要贷款的时候却根本得不到任何贷款，于是出现了公司大批倒闭的浪潮，其数量远远超过人们对于最残酷的经济环境的想象。

联邦储蓄保险公司（FDIC）于是应运而生，它作为美国银行业的监管部门，目的是不让这种情况再次发生，从而维护公众信心和金融系统的稳定。目前它监管美国银行体系内一半以上的银行，也就是当其会员银行发生破产或无法偿还债务的危机时，它将为这个会员银行的每个储户提供存款保险。这种保险是为个人（而不是每一个账户）提供存款的保险，上限为 10 万美元。因此一对夫妇所享有的存款保险总额上限为 20 万美元。但是个人投资者的上限为 10 万美元，假设这个投资者在支票账户和储蓄账户中分别有 7.5 万美元，即使总额达到 15 万美元，他也只能享受最多 10 万美元的存款保险。银行支付保险费用作为从事业务的成本。这是一种保护“小”投资者的制度安排。“大”投资者可以通过在不同银行开立账户，并让每个账户中的资金少于或等于 10 万美元的上限而分散风险。用我们的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资眼光来判断，银行存款可以被认为是“安全的”。

银行为满足不同的金融需要会提供几种不同的储蓄产品。第一种是支票，或叫活期存款。这种账户通常不支付利息，因为储户的钱是随时可以提出的（通常是通过支票取出）。支票账户的一个变体是可转让支付命令活期存款账户（NOW 账户）。这是一种按定期存款获得利息又可开支票的账户。这种账户的最大弱势是利息较低。而且它要求储户在账户上有一定的余额，而这些余额如果存于其他账户本来可以获得更高的利息。例如，一个储户可以选择将 10 000 美元存入可转让支付命令活期存款账户，每年利息为 2%（200 美元）。他也可以选择将这笔钱中的 2 500 美元存入一个支票账户，年利息为零，其余 7 500 美元存入一个年息为 4% 的储蓄账户，从而获得每年 300 美元的利息收入。除非这个投资者的工资支票多于 2 500 美元，并且每个月支票账户中都有大额花费，否则，对于大多数投资者来说，后者当然更好。

第二种选择是定期存款。有为期 90 天的定期存款，这种存款的利率按照 90 天的周期来设定。从理论上来说，银行也可能要求储户在取款前提前一段时间（最长可达 90 天）通知银行，虽然在实践中几乎谁也没有这样做过。因为在理论上，90 天到期的存款利率高于可转让支付命令活期存款账户，而且显然在利率收益方面也比利率为零的支票账户更有优势。实际上，这种账户最大的弱势在于它不是很方便。储户如果要取钱，必须从 ATM 机上或从银行柜台取，而不能简单地通过写支票来完成。

对于存期 6 个月或以上，以及 1 000 美元或以上的存款，银行还提供存单。这种存款锁定存款期限，比如说 5 年，其利息也会根据总的存期而专门设定。因此，这种存款的利息一般要高于同期的定期存款。其缺点是，如果提前取现要交纳罚金。通常，银行会将这些钱投资于债券和用于放贷以将资金进行周转，其期限和存单期限相当，所以这笔罚金是用于补偿银行因为提前清算其投资或者因为到期日上的“错位”所导致的成本。与债券以及其他大多数固定收益投资工具不同的是，存单是不能转让的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

企业的固定收益

公司债券是公司的债务。美国政府债券可以只通过印刷钞票来对债券还本付息，而公司需要盈利，其各种经营活动决定了企业的情况不断变化，因而存在信用风险。公司债券的风险差异很大，从很小的风险到十分巨大的风险都可能存在。埃克森美孚石油公司和强生公司的债券就比其他大多数债券更加安全。IBM 公司的债券本来也属于最安全的债券之列，但是随着 IBM 丢掉了它在电脑行业的领军地位，这种安全性就大打折扣了。

对于公司债券的评估也应该从分析企业的财务报表开始，就和分析股票一样。债券是由企业的所有商誉和信用作担保的，而不是由美国政府或者任何政府机构来担保的，所以分析公司债券也应该和分析其他的企业资产一样通过其财务状况来进行。公司债券和企业其他资产的主要不同点在于债券的偿付级别高于其他大多数资产，但是一般还是比企业的银行债务级别要低，尤其是当这些债券发行之前，其银行债务已经存在时，则更是这样。因此，债券在企业的资产配置组合中并不是偿付级别最高的品种。

财务报表中的信息

从公司报表中我们可以获得有用的信息，在此我们主要关注和债券投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资相关的事项而将其他一些内容放到后面再探讨。

资产负债表衡量公司财务状况，原因是它“平衡”了公司财务状况中的“资产”和“负债”。传统上，资产负债表有一个标准格式：左边列出“资产”，右边列出“负债”和“股东权益”。当然它还有其他一些形式，但不太常见。通常资产负债表列出的是企业刚刚结束的这一年的财务状况，以前几年的财务数据在年报中给出，以作对比。

资产和负债分别根据其流动性的高低作递减排列。左栏的最上端是流动资产，包括现金或其他可以快速变现的资产：可交易证券、应收账款、库存。非流动资产包括固定资产，如厂房、土地、设备，以及无形资产，如专利、商标、商誉。

右栏的负债部分也作类似排列。负债是企业为了获得资产而发生的债务。在这一栏的顶端是流动负债，如应付账款、短期债务、工资和税款，这都是在几天或几周内就必须支付的款项，在任何情况下，其支付期不会超过一年。在这一栏的中部是长期负债，是那些支付期在一年以上的债务，比如银行贷款和债券。而股东权益表示的是资产和负债相抵之后的结果，它属于投资者。这个“插入”的科目等于资产和负债的差额，正是它使得资产负债表实现平衡。如果负债大于资产，则股东权益可能为负数，这通常意味着公司碰到麻烦了。

债券投资者会感兴趣的另外一种财务报表是损益表，它显示公司赚了多少钱。典型的损益表由收入开始，接着是费用，再接着是息税前利润（EBIT)，这就是债券投资者最感兴趣的部分。很重要的一点是：因为避税的原因，利息可以从收入当中扣除掉，所以如果利息费用等于或超过EBIT，那么就不用交税了。EBIT 减去利息费用后的余额是要交税的，最后剩下的才是净利润。

债券的安全性评估

债务投资者比较关心的主要企业财务指标是流动性、清偿能力和盈利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能力。而权益投资者也关心这些指标，不过顺序不同：盈利能力、清偿能力和流动性。

流动性取决于流动资产和流动负债的比值。还有一种评估流动性的办法是计算营运资金，即将流动资产减去流动负债，但这种方法往往会误导我们。例如，假设有一家公司流动资产为 20 万美元，流动负债为 10 万美元；另外一家公司流动资产为 110 万美元，流动负债为 100 万美元，则两家公司的营运资金相等。然而，很明显的是，从比率的角度来看，前一家公司的流动性更高。

对流动性的评估有一个比营运资金更好的指标，那就是流动比率，它是流动资产和流动负债的比值。还是用刚才的例子，则第一家公司的流动比率为 2，而第二家公司的流动比率为 1.1。一般来说，一家公司的流动比率应该大于 2。如果流动比率比这个数字小很多，则多半意味着这家公司在流动性上存在问题，也就是说，这家公司如果要在短期内产生足够现金偿付短期负债可能会有困难，因为这家公司流动资产下面的库存和应收账款也许不能很快地变现。所以还有一个更严格的指标叫做“速动”比率，它是公司现金、可交易证券、应收账款三项之和与流动负债的比值。

当流动资产大于流动负债的时候，营运资金（流动资产减去流动负债）会是一个正数。如果它是个负数，则往往意味着公司的流动性有问题。一个精简版的资产负债表会在顶端显示营运资金（格雷厄姆和多德称之为净营运资金），在左边显示固定资产，在右边显示负债和股东权益。格雷厄姆和多德还有另外一个指标，那就是“净净营运资金”（简称“净净”），是用流动资产减去所有负债。无论是股权投资还是债务投资，格雷厄姆和多德都希望看到这个“净净”值是正数。

评估债券安全性的指标有三个：第一，总资本负债率；第二，利息偿付倍数；第三，总资本的税前收益。如果同时考虑这三个因素，那么，它们就为任何一种债券的安全性提供了一个比较深入的理解，尤其是当我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时考虑行业情况和公司情况时，我们的理解就越发深入。

清偿能力可以用两种方法来衡量。第一种方法，总资产的负债只是衡量资产负债表的强度，它考察的是负债和股东权益之间的关系，总资本可以被简单地定义为股东权益加上长期负债，营运资金已经从总资本当中排除了。第二种方法是利用利息盈利率来衡量，它是 EBIT 与所支付利息之间的比值，也被称为利息偿付倍数，它可以用来衡量一家公司支付利息的能力。

在格雷厄姆和多德投资的年代，杠杆率的含义是负债除以资产，或者叫资产负债率，它是一种工具，用以衡量企业债务融资的情况。而如今我们用来衡量杠杆率的方法是用负债除以总资本，也就是负债除以资产和负债的总和。今天的这种衡量方式与格雷厄姆和多德时代的衡量方式其实是用不同的语言讲述同样的故事。比如格雷厄姆和多德会说一家公司的资产负债率保持在 1:1 是恰当的，而今天的人们会说资产和负债的比值应该是 50:50，或者会说在总资本中，负债所占的比重不应该超过 50%。无论表达方式怎样，其实都是同一个意思。实际上，我们往往将 50% 作为所能接受的负债占总资本的安全比率上限，除非在那种本身杠杆率就较高的机构中，比如银行和公用事业单位。我们要掌握的一个原则是：一家公司负债占总资本的比率越低，其债券的安全系数就越高。

利息偿付倍数是一个重要指标。它是 EBIT 与所支付利息之间的比值，也被称为利息偿付倍数，它可以用来衡量一家公司支付利息的能力。因为纳税原因，利息费用是可以从收入当中扣除的，所以这个比值越高，利息支付的安全性越高。通常，利息偿付倍数至少应该大于 1。该比率越高，通常表示企业不能偿付债务利息的可能性就越小，也意味着长期偿债能力越强。因此，为了考察企业偿付利息能力的稳定性，该指标的趋势分析十分重要。一般我们应该计算连续 5 年的利息偿付倍数，并着重了解 5 年中最低的利息偿付倍数值情况。通过资产负债表，我们可以了解这个比值的情况。一般来说，我们认为 3 倍刚刚够，而 4 倍和 5 倍属于中等。对于这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个倍数，我们有一个指导性的意见，那就是如果这个数字不超过6倍或7倍的话，作为投资者是不应该十分放心的。对于这个数字只有2倍的公司来说，我们是极其不放心的，因为它们几乎没有安全边际了，也就是说一点错误也不能犯。如果一旦出现问题，那么这种企业的状况就会变得比较危险。还有一种情况，那就是这个比率比较低，但这是因为管理层控制不了的一些情况所导致的。比如说公司初创的时候，或者公司有一个经过理性思考的扩张计划的时候，这个数字都会比较低，我们将其称为“折翼天使”。如巴菲特所指出的，第二种情况比第一种情况糟糕得多，也危险得多，因为经理人的多变行为比整体经济的兴衰成败更难以预测，这一点我们有时候也将其称为“道德风险”。

当然最坏的情况是完全不付利息，这种情况发生于公司的经营碰到问题的时候，也就是出现经营性亏损的时候。比如鲍德温联合公司在1982年的时候市盈率为5倍，根据格雷厄姆和多德的投资理念，这无论从什么角度来说都是一个不错的投资机会。但是价值线公司（Value Line）的一份报告却重点提到了鲍德温联合公司资本结构的一个问题，那就是在“未支付利息”这个地方，显示出这家公司是有亏损的。这家公司所报告的收益来自其保险产品的销售所产生的收益，而这些销售后来被证明是不可行的，也就是说这种预期的收益根本没有实现。当时价值线的一个分析师杰夫·维尼克（此人后来干了一些更“伟大的”事情）敢于违反公司关于评级的规定，而在包括表4.1的一份书面报告中对其股票价值提出了质疑，建议不要买这家公司的股票。可笑的是，后来这家公司果然破产了，因为它所预期的虚幻的“收益”根本没有实现，使得其不能偿还债务而破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.1　鲍德温联合公司 1980～1983 年统计数据汇总　　（单位：美元）

年份	1980	1981	1982（估计）	1983（估计）
每股销售	47.63	124.94	169.90	154.75
每股“现金流”	2.97	4.40	8.50	8.55
每股收益	2.36	3.48	5.45	7.00
每股股息	0.68	0.80	0.84	0.85
每股账面价值	12.61	15.32	21.35	28.90
股份数量（百万）	19.73	19.95	20.50	21.00
股价（当年最低价）	12.90	18.40	20.3	
市值（百万）	255	367	416	
市盈率（倍）	7.9	6.5	5.9	
市净率（倍）	1.0	1.2	1.0	
股票生息率	3.60%	3.55	2.80%	
销售额（百万）	939.6	2 492.1	3 500	3 250
折旧（百万）	7.7	10.3	13.5	15
净利润（百万）	53.7	79.3	120	165
收入税率	不详	不详	不详	不详
总资产（百万）	2 591	4 957	9 900	18 500
长期负债（百万）	140.5	303.1	550	600
股东权益（百万）	275	325.7	550	775
资本收益率	14.7%	15.8%	16.5%	15.0%
净资产收益率	19.5%	24.4%	22.0%	21.5%
再投资率	13.8%	19.0%	18.3%	17.8%
股息分配率	5.7%	5.4%	3.7%	3.7%
留存收益率	71%	78%	83%	83%
股息分配比率	29%	22%	17%	17%

截至 1982 年 9 月 30 日公司的资本结构

总负债（百万）：1 631.4

长期负债（百万）：530.2

（*没有考虑利息*）　　（*占资本的 57%*）

优先股　　（占资本的 2%）

普通股　　（占资本的 41%）

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。资本结构中楷体字部分为作者计算得出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总资本的税前收益（PROTC）和损益表以及资产负债表有关，它是EBIT和总资本之间的比值，它衡量的是公司通过其资本赚取的收益，即盈利能力。它是税前的，因为利息由于纳税原因可以扣除掉。权益投资者会对企业的税后盈利能力更感兴趣，因为他们要排在债权人和政府之后才能得到分配。这个比率没有另外两个比率（即负债与总资本之比和利息偿付倍数）重要，因为债券在分配级别上比较优先。如果公司的负债在总资本中所占比重小于30%，同时利息偿付比率比较好，那么权益投资人应得的部分会因为企业的盈利能力低而被缺斤少两。即使是这样，企业的盈利能力低仍然可以被债务投资人作为一个“早期预警信号”，意味着他的投资可能没有那么安全了。总资本的税前收益低意味着企业的借款能力非常有限。

债券评级

在美国，债券的评级由如下一些机构来完成：标准普尔（S&P）、穆迪或惠誉。债券信用评级的重要原因，是减少信誉好的发行人的筹资成本。那种品质最高、被认为不存在不支付风险的债券被评为AAA级（S&P的评级体系），也就是Aaa（穆迪的评级体系）。只有极少数公司现在处于这一级别，比如埃克森美孚、强生、辉瑞、沃伦·巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司，以及其他一些也许够不上这个级别的公司。这种债券的特点是本金和收益的安全性最大，受经济环境变化的影响最小。紧随AAA级之后的是AA级债券。我们一般把这两个等级的债券称为信誉良好的“金边债券”。这种债券最适合于非常保守的投资者，即通常所说的“孤儿寡母型”投资者，为了反映其较低的风险，它的收益率也接近国债，AAA级的收益率比国债高不到1个百分点，AA级也只比国债高1个百分点多。

中等质量的债券称为投资级债券。它们有一点点投机性，但适合于大多数投资者。这个级别包括A级债券，拥有很好的安全边际，因此对投资者来说是有一点投机性的主流投资工具。下一个级别是BBB级，指那些不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是投机主导而是拥有某种程度投机性和中等程度安全边际的债券。

投资级债券的下一个级别是“投机级债券”，这是投机主导的工具，通常被称为“垃圾债券”。有些机构被禁止投资于评级低于 BBB 级的债券，所以这种债券的流动性比评级高的债券低。这种类别的最高级 BB 级具有投机性，同时也有一些补偿性的投资价值，归入这个级别的债券有时候被矛盾地称为“有品质的垃圾债券”。B 级或以下级别的债券被认为投机性非常强，因为它们面对经济不确定性的保护能力很弱，但是没有临近的违约风险。但是 CCC 级、CC 级和 C 级债券则被认为蕴涵着不同程度的违约风险。

垃圾债券一般都是高息债券。BB 级的债券一般至少比同期国债多支付 3～5 个百分点的利息（用投资术语说就是 300～500 个基点）。而更低级别的债券比同期国债至少多支付 10 个百分点的利息。这些债券的主要风险是信用风险，而不是利率风险。所以说这种债券虽然收益较大，但风险较高，对投资人本金保障较弱。垃圾债券通常由信用评级较差的企业发行，因此违约风险较高，故可称为高收益、高风险债券。

在对债券进行评级的过程中，比率分析一般是最关键的方法，当然，评级机构也会考虑诸如行业状况和企业管理层的水平。评级机构常用的财务比率是总资本负债率、利息偿付倍数和总资本的税前收益。这三个因素被评级公司综合应用，同时，它们也认真考虑企业所在的行业状况和公司经营情况，这样的话，它们就可以对企业债券的安全性有一个比较全面而深入的了解。这些因素必须要综合考虑，才能不被烟雾迷住眼睛。比如在安然的例子中，人们也许太在意那些公布出来的阿拉伯数字，以及行业的状况。然而他们忽略了公司管理层的因素，这些人通过造假使得公众相信了那些扭曲的、不真实的数字。这些评估机构所要求的三个方面的比率标准如表 4.2 所示：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.2 债券评级模型

级别	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC 或更低
利息(×)	>15×	5~15×	4~5×	2~3×	1~2×	0~1×	负
债务/总资本	<15%	15%~25%	25%~35%	35%~45%	45%~55%	55%~65%	>65%
税前收益	>30%	15%~30%	12%~15%	10%~12%	8%~10%	0%~8%	<0%

资料来源：根据简·特里普·豪的一篇文章《公司信用分析》中的债券评级模型进行了调整，由法布罗兹等在《固定收益手册》中引用。

在任何情况下，债券的安全性都是一个最重要的考虑因素，对此的强调甚至比股票有过之而无不及。因为债券不像股票，债券只支付固定利息，仅此而已。不像股票投资，投资者如果拥有一个股票投资组合，这个投资组合中的某一只股票的高收益可能会弥补另外几只股票的损失，甚至还有盈利；而在债券投资组合中，这种情况不会出现，因为如果其中有一只债券出问题，其他债券的收益是不能弥补这只债券的损失的，因为其他的债券顶多只是收回投资，再加上其债券利息。因此我们在债券投资中要遵循一个风险的"零容忍度"原则，或者至少与此相近，这一点尤其在我们投资于买价与其票面价值相差无几的债券时更应该牢记在心。

格雷厄姆和多德建议一般的投资者不要购买那种利息偿付倍数小于 3 的债券，而要购买那种 BBB 级或以上的债券。而我们将这个标准又提高了，也就是 A 级或更高，这种情况下，公司的利息偿付率一般是 4~5 倍，而其总资本负债率不超过 25%~35%。

总的来说，如果一家公司在亏损，我们不会认为其资产是债券的担保物，因为这种损失意味着其资产不值其声明的价值。一个例外可能是流动营运资金资产，例如有价证券和应收账款。作为债券投资者和企业债权人，你应该非常谨慎地看待其库存的情况，你应该知道在这个特定行业中库存的最终流动性到底是多大，而绝不是仅仅查看其资产负债表而已。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对你真正了解公司财务状况是很重要的一环。

关于企业负债的情况，你应该多问问自己“为什么”。为什么这家公司需要发行债券，而不是从银行借贷呢？通过公司的债券发行说明文件，我们可以了解到问题的答案。当然，我们希望见到公司发债的真正原因是想增大营运资金，手段是通过将短期负债转化为长期负债，并通过固定利率延长公司的总负债到期日。在这种情况下，公司的流动性可以得到改善。同时，我们对于那种因为需要大规模扩张和并购而发行债券的行为要保持警惕，除非我们对企业通过债券融进的资金用途感到很放心。

我们必须要指出：对于企业来说，其债券持有人和股票持有人的利益不是完全一致的，在某些情况下，甚至是相反的。股票投资者如果不是主要关心也是十分关心潜在收益的规模如何，而一个债券投资者因为其收益被限定于债券利息收益，所以他更关心这部分收益的可能性，以及折价购买能带来的最终收益和还本付息的保障。从逻辑上来说，他们对于企业收入增长的感受是不一样的。如果企业收入增长势头良好（公司主要产品的价格上涨），那么其债券持有人和股票持有人的利益就完全一致。这常常体现为健康的现金流，因此毫无疑问对于两种投资者来说都是有利的。但是更常见的情况是，企业收入的增长往往是通过资本支出或者并购的方式来实现，对股东有利，却牺牲了债券投资者的利益。几乎毫无例外地，这种行动会导致资本负债率上升，而利息偿付率和税前收益率都会下降。股票投资者在上升和下降（主要是上升时）两种情况下都会受益，债券投资者则不然。他们被要求负担此项费用（方式是发行新的企业债），而且在没有参与利益分配的情况下，反而被暴露在企业扩张的风险之下。

债券持有人在 20 世纪 90 年代和 21 世纪早期常常忽视企业的信用风险。他们有时候就像股票投资者那样将债券前景理解为：它依赖于市场对相关股份公司前景的预期，因此其价格上下变动无常，股票投资者在股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上升和下降时都可以赚到钱（当然主要还是在股票上升时赚钱）。而作为债券投资者，任何时候都应该将债券安全性放到第一位。他们在整体经济情况好的时候往往容易被那些将被用于大规模扩张计划的企业债券所吸引，从而忽略其背后可能的风险。这些大胆的计划往往激动人心，但是作为债券投资者，真的不能将自己置于这样一种地位，不能将希望寄托在企业扩张计划的成败上。

我们认为：任何新发行的债券都应该在发行的那一刻是足够安全的，是基于当时的盈利能力的，而不能将希望寄托在“预期的”成长上。债券和资产不一样，债券的品质不应该与不确定的未来发展挂钩，如果其利息偿付能力目前不够，那谁也不能保证它将来就会足够。在企业经营的现实中，大多数企业经理人都是“偏好资产”的，尤其是在 20 世纪 90 年代的“资产文化”大潮中，只有为数不多的经理人是“偏好债券”的，但是没有一个经理人能将这两者同时处理得公平而接近完美。所以作为一个固定收益投资者，你在选择投资工具时要充分考虑这些因素。

购买折价债券

格雷厄姆和多德的投资理念趋于保守，基于这种保守的投资理念，他们会说：投资者购买债券和股票为的是获得收入和资产支持，而不是为了获得资本收益。但是特别在折价债券领域，他们却会说，只能买那些最高等级的债券，除非你预期这些债券会有巨大的资本收益和收入。显然，大多数债券都还是还本付息的，但是当某些债券的安全性受到质疑的时候，它价格打折的幅度可能很大。因为预计到这种情况，格雷厄姆和多德于是对投资者发出警告，让他们在这种债券贬值 30%（即跌到 70%）的时候再买，也就是折价购买。折价债券就是折价发行的债券。若债券到期时收益率大于息票率，则债券价格低于面值，称为折价债券。折价债券发行的原因，除了促销以外，有可能是由于市场利率提高，而债券的利率是固定的，但为了保障投资者的利益，就会折价发行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这种情况下，即使是债券的利息也会变得非常有趣，比如 7% 的债券利息在债券折价 30% 的情况下，也会变成 10% 的债券利息。而且，这种债券的潜在资本收益也会变成一道不期而至的“甜点”。因为打 7 折的债券反映了其存在中等程度的拖欠风险，而当企业真的碰到问题，经过处理后其价格很可能回升。那么这 30% 的上涨空间对于债券的安全性是一种补偿。虽然 30% 的折扣空间对于像世界通信这样的垃圾公司中最垃圾的公司来说也许是远远不够的，但对于很多高品质的垃圾债券和许多 BBB 级债券是适用的。

一个我们必须认真考虑的问题是应不应该买溢价债券。债券溢价发行是指债券以高于其面值的价格发行，债券溢价发行是对票面利率与市场利率之间的差异所作的调整，其差值就是一种利息费用。发行企业多收的溢价是债券购买人因票面利率比市场利率高而对发行企业的一种补偿。我们对此的意见是：投资折价债券，不要投资溢价债券。首先，我们认为折价债券的折价摊销至少是抗通胀的，而这也是一种强制储蓄。当然代价是较低的息票和当期收益。虽然债券打折发售的原因可能是其发行的时候正好赶上银行利率较低的年代，但是也可能是因为发行者的信用受到影响，从而债券价格也下跌以反映这种影响。

对于这种因为发行者的信用受到影响而打折的债券，我们将其称为“折翼天使”，这往往是因为一些管理层无法控制的情况所导致的。比如说公司初创时，或者公司有一个经过理性思考的扩张计划时，它们都会成为“折翼天使”。我们宁愿买这种“折翼天使”，也不会买那些刚刚提高当期收益的债券。因为这种刚刚提高当期收益的债券，往往是因为它本来只是一只低级别的垃圾债券，而近期它暂时显得情况还不错。而一只“折翼天使”可能本来是高级别债券，其管理层也正在考虑重新回到高级别债券的阵营中去（正如巴菲特所指出的那样）。但是，一只垃圾债券突然冲出原来阵营而进入高级别债券，却有可能是因为这家公司出了一个腐败的管理层，除非其管理层比发行时有了较大的变化。这一点在好年份里尤其容易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被投资者忽视。

所以从这个意义上说，投资者如果买了折扣很大的债券，就相当于购买了企业的资产，他应该时时想到自己的这些债券是折价买来的。这比那些用接近于债券票面价格的数字购买债券的投资者要好得多。他们用较高的价格购买了债券，想得到较高的收益，但是往往没有想到这种想当然的收益可能是靠不住的。

第二点就是要考虑企业所拥有的比这些债券更高级的银行债务的情况。在一个好的债券组合里，企业是应该严格限制银行债务（或其他更高级的债务）所占的比重的。一个不好的情况是：债券投资人所拥有的债券被堆积如山的级别更高的银行债务压在下面，这样一来，这些债券就有点像资产了，而它本身又没有股票的种种优势。

第三点是基于票面价值和市场价值的资产数量。正如资产投资者一样，他们所期望看到的都是公司债务水平不要太高。这样的话，当资产投资者从资产负债表的右边部分往上面看的时候，和债券投资者从资产负债表的右边部分往下面看的时候，才会感到心满意足。这两种投资者的需求是互相补充的。债务持有人希望看到公司有大量的低级证券以足够支持先前的这种投资，而资产持有人乐意看到公司债务被限定在一个有限的水平，从而可以“活下去，并为明天而奋斗”。他们可不愿意看到随着经济的兴衰轮回，这家公司所带给他们的资本收益会因为公司最终走向穷途末路而宣告结束。

还有一个相当重要的因素就是企业规模。一家公司的销售额应该是其负债额的好几倍。在 1984 年一个令我们感到万分惊讶的例子里，美国恒星石油公司（American Quasar Petroleum）的长期负债超过了 1 亿美元，而其年销售额只有 4 000 万美元，如表 4.3 所示：没有任何迹象表明这家公司在可预见的将来可以偿还这笔债务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.3 美国恒星石油公司 1982～1984 年统计数据汇总 （单位：美元）

年份	1982	1983	1984（估计）	1985（估计）
每股销售	2.76	2.00	1.70	0.90
每股“现金流”	1.12	0.58	0.20	0.15
每股收益	0.08	-0.57	-0.60	-0.20
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00
每股账面价值	3.01	1.37	0.75	0.75
股份数量（百万）	19.19	19.25	19.50	40.00
股价（当年最低价）	5.00	5.90	1.90	1.10
市值（百万）	96.0	113.6	37.1	44.0
市盈率（倍）	不详	不详	不详	不详
市净率（倍）	1.7	4.3	2.5	1.5
股票生息率	0%	0%	0%	0%
销售额（百万）	53.0	38.5	34.0	36.0
折旧（百万）	20.0	16.2	15.0	14.0
净利润（百万）	1.5	-7.0	-11.5	-8.0
营运资金（百万）	-19.8	0.2	-5.0	0.0
长期负债（百万）	121.0	122.9	105.0	95.0
股东权益（百万）	57.7	25.3	15.0	7.0
资本回报率	6.80%	不详	不详	不详
资产回报率	2.7%	不详	不详	不详
再投资率	2.7%	不详	不详	不详
股息分配率	0%	0%	0%	0%
留存收益率	100%	不详	不详	不详
股息分配比率	0%	0%	0%	0%

截至 1984 年 9 月 30 日公司的资本结构

总负债（百万）：126.6

长期负债（百万）：115.0

（没有考虑利息） *（占资本的 40%）*

普通股： *（占资本的 10%）*

资料来源：价值线公司和作者的计算。资本结构中楷体字部分为作者计算得出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个具有讽刺意味的现象，也是我们要十分注意的一点是：其实最危险的债券反而不是那种所谓的垃圾债券，而是那些中等级别的债券，比如A级债券、所有的BBB级以及BB级，它们可能才是最为令人头疼和最可能背弃我们的。这个现象对于普通投资者和专业投资者都适用。我们认为：AA级以及以上级别的债券是最为安全的，符合格雷厄姆和多德的保守投资标准，而A级债券其实是比较“垃圾”的，正如所有的中等级别的债券一样，它们之所以被放在中间位置，是因为它们既可能往上升，也可能往下降，谁也不知道其变化方向。要想真正搞清其变化方向，即使对于专业投资者来说也是一件十分困难的事情，更不用说信息、知识和经验都不足的普通投资者了。所以，通常这种债券被认为是投机型债券。只有那些最敏锐的投资者才可能判断出它们的变化方向，其他的投资者最好将其视为碰运气的东西，否则他们可能受到欺骗。这一点在目前这个年代尤显重要，就如同安然这样的公司一样，事情往往发生得太快，以至于连评级机构都还来不及作出反应，商业悲剧就已经发生了。

我们要很注意那些高收益债券的劣势何在。这些债券的收益比较高，但是投资者却冒着可能损失本金的风险，而这种风险在我们看来已经令其高收益的意义大打折扣。我们在投资中要注意用组合的方法来进行投资，而投资组合的重要性对债券和股票是同等重要的。这种组合就是选取不同的发行商、不同的行业和不同的业务类别。意思是：如果我们的投资组合中只有电信类的投资产品，那么我们就很难说一个完全由电信类债券构成的投资组合比一个完全由电信类股票构成的投资组合能提供更多的安全保障。对于普通投资者来说，投资高收益债券显然不能说比投资那些相对“垃圾”的股票更好。所以，如果你不想将获胜希望寄托于“我更加走运”，而你又想投资高收益债券，那么最好的方法也许是购买高收益债券基金。

一种比较令人讨厌的东西是那种实物支付债券，这种债券本身是投机性较强的垃圾债券。这种债券的利息是累积的，而不是分期支付的。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，其潜在含义莫过于就是说：这家公司在可预见的将来是不会再支付利息了。公司会对投资者们说，“相信我们吧，你们将会如期收回你们的钱，连本带利……当然前提是经济情况好转、我们的成本削减计划得以实施，或者我们将竞争对手赶出这个行业，等等”。这就像《爱丽丝漫游奇境》中红心女王对爱丽丝说的，“昨天有果酱，明天有果酱，但今天永远没有果酱”。对此，爱丽丝聪明地回答：“我觉得今天的某个时候应该是会有果酱的。”

其他固定收益投资工具

其他固定收益投资工具都是“混血儿”，也就是说它们或多或少是介于债券和股票之间的某种形态。从理论上来说，这些投资产品自身的风险和收益也是正向变动的关系，也就是说风险越高，潜在收益就越大，而其风险和收益水平都处于债券和股票之间。但我们在实际操作上要十分小心：不要把两个方面的劣势都占了。

可转换债券是一种可以用固定利率转换成公司普通股的一种债券。投资者在一定时期内可选择一定条件将其转换成公司股票，这种债券同时拥有债券和股票的属性。可转换债券使投资者获得最低收益权，可转换公司债券与股票最大的不同就是它具有债券的特性，即便当它失去转换意义后，作为一种低息债券，它仍然会有固定的利息收入。这时投资者以债权人的身份，可以获得固定的本金与利息收益。比如 1 000 美元的债券转换成 25 股股票，则转换价格为每股 40 美元。假如这种债券发行的时候股价是 35 美元，那么债券就不会被转换成股票，因为这个时候如果转换成 25 股，其价值只有 875 美元。而如果股价涨到 40 美元以上，则此债券的价格就会高于 1 000 美元。

这种关系之所以存在，是因为可转换债券支付的利息要高于股票的生息率。例如，在可转换债券支付的利息为 4% 的情况下，其对应股票的生息率可能在 2% 左右，使得可转换债券有 2% 的利息优势。所谓的“盈亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平衡时间”，就是这种“利息优势”摊销到“投资者在为债券付出的额外代价”为止所需要保持的年数（假设股票生息率不变）。但实际上如果股票生息率上升，则盈亏平衡时间就比理论上的时间要长。因为股票生息率的上升消解了债券利息优势，使得要达到盈亏平衡就需要更长的时间。只要利息优势存在，那么可转换债券就可以要求一个溢价，而它的升降速度要慢于普通股，因此风险也更低。如果因为企业不能支付债券利息或者股息而导致这种关系破裂，这只债券就“破产”了。当股票和债券价格非常高的时候，债券对应股票的这种利息优势实际上已经消失，此债券实际上已经变得和所对应股票的风险一样大。

优先股对企业而言是一种资产，级别在债务之下，但是在公司资本结构中比普通股优先。它的股息收入比普通股要高，所以与普通股相比具有收益上的优势。优先股的持有人会获得固定收益，优先获得分配，在清偿时优先获得剩余财产的清偿。它的收益是固定的，所以从某种程度上说，优先股更像债券，而不像普通股。公司（而不是个人）可以将大量的优先股股息（目前是85%）从应税收入中扣除。因此，优先股的定价机制对公司有利，而不对个人有利。

这种劣势在很多国家的企业优先股那里不存在，它们经济权利相等，考虑到其股息上的优势，优先股优于普通股，更何况优先股还有投票权上的优势。但是美国的优先股往往支付固定股息，这个股息甚至在累积到普通股那么多的时候也不会提升。有些不常见的情况，那就是优先股参与股息上升的场合，这被称为“参与优先股”。如果优先股转换为普通股，就变成了一种特殊形式的可转换债券。除非是以上的情况，否则优先股是一种中间状态的投资工具，比债券利息高一点，但在资产清偿中级别较低。优先股被广泛认为是一种高级股票，但其实它通常只是一种低级债券。

遵循格雷厄姆和多德的建议，我们通常不会将大多数美国公司优先股推荐给个人投资者。有一种情况除外，那就是这种优先股的当期收益是有吸引力的，而且你预期到时候可以通过将它卖给最后接棒的投资者而为你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

带来资本收益。但是这种情况只在下面的时候出现：人们普遍认为公司出了问题，而你却确信问题是暂时的，公司会恢复的。这种高难度的预测不要说对于普通投资者，就是对于专业投资者而言都属于近似猜谜一样的艰苦工作。虽然人们常说，“永远不要说‘永远不’”，但是我们仍然认为即使这句话是对的，那么购买优先股这件事情也应该被归入接近于“永远说‘不’”那个类别之中。

当困顿中的企业处于破产清算过程中的时候，这种情况会变得更糟，因为此时是否支付优先股的股息变成了道德问题而不是法律问题。债券利息被优先支付，其他债务（比如银行贷款）其次，这都是受合同约束的。但是公司管理层通常会选择不支付股息，虽然这主要影响普通股，优先股可以幸免。但从长期看，优先股两头不讨好，比债券收益高一点，但风险比债券高得多；安全性很难说比普通股高，而收益却比普通股低得多。

而在一些情况下，优先股也会变得较有吸引力，那就是如果这种优先股是累积优先股，则没有支付的股息会在接下来的几年里补足，之后才能对普通股支付股息。但是其中的难点在于，你要十分确信公司的盈利能力会很快恢复从而支付其拖欠的股息。然而现实中，真正有意义的优先股股息的支付情况就像教科书案例一样稀有。但是如果优先股因为可转换的原因而显得和普通股相似，那么这会使它变得更有吸引力。

正如债券可以转换为类似股票的投资产品一样，股票有时候也可以转换成类似债券的投资工具。这两者之间的纽带就是一种被称为“期权”的第三种投资工具。期权分为看涨期权（买方期权）和看跌期权（卖方期权）两种。看涨期权是期权买方按照一定的价格，在规定的期限内享有向期权卖方购入某种商品或期货合约的权利（不是义务）；看跌期权拥有用某一特定价格（通常比市价低）卖出某种商品或期货合约的权利（不是义务）。这些权利需要用钱来购买，因为它为投资者提供了某种对抗不确定性的保障。

每一种投资工具的交易中，都既有买方也有卖方。在看涨期权的情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下，卖方可能是股票持有者，他不愿意用市价卖出股票，但是愿意用一个期望中的高价卖出，而他也认为这种高价是有可能达到的。另一方面，有一些买方也想在一段时间内对此股票的价格上涨进行投机，这段时间通常是几个月。卖出这种期权对保守的投资者来说具有一石二鸟的效果。例如，一只股票 X 的市价是 25 美元，一个承诺在 30 美元卖出股票的看涨期权的卖方如果卖出其期权，会得到一些股票现价之上的溢价作为补偿，比如说 8%，也就是 2 美元。如果这只股票价格维持在 25 美元不动，那对于卖方来说就是一个好消息。但是也许会有另外一个买方预计这只股票的价格马上会涨到 32 美元以上（当然是在期权到期日之前）。如果标的价格（也就是 30 美元）没有达到，那么至少这个卖方已经额外获得了 2 美元。但如果 25 美元是对买方有利的价格，而 30 美元是公平价格的话，则卖方将在此期权在标的价格行权时将 32 美元装进口袋。

投资者在没有拥有一只股票的时候也可以卖出看涨期权，但这是一种危险的游戏。如果股票价格超过了目标价位，期权的卖方就必须这样做：要么买股票，以到期交割期权；要么买回看涨期权。无论哪种情况，投资者的损失都很大。在这两种情况下，投资者都相当于用比当时市价高的价格购买了他本来就没有的股票，这叫“无担保承购期权”。

看跌期权的卖方将要买回股票，如果其价格跌到了目前价位之下的某一个目标价位。如果其价格从来没有触及目标价位，那么看跌期权的卖方将获得溢价。如果价格在到期前触及了目标价位，那么他需要买回股票，而此时往往是这个卖方最不愿意买股票的时候。但是看跌期权的买方如果是在市场大跌之前买入，那么就相当于买了一份组合保险，比如在 1987 年 10 月市场大跌之前的买入者就是这样。一个卖出看跌期权的故事发生在伯克希尔·哈撒韦公司董事长沃伦·巴菲特身上。1993 年，伯克希尔·哈撒韦公司是可口可乐公司最大的股东，巴菲特拥有其董事会的董事身份。当可口可乐公司的股票在市场上的交易价格为 40 美元左右时，巴菲特卖出了看跌期权，承诺 35 美元时回购。巴菲特认为可口可乐公司股票的价值在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

35 美元比较合理，不值 40 多美元。后来，可口可乐的股票从来没有跌破 35 美元，但是巴菲特每卖出一份期权就可以收入 1.50 美元，比其股息高出不少。于是伯克希尔·哈撒韦公司从其他投资者的慷慨中获利，正是他们使得可口可乐的股票保持在伯克希尔公司愿意支付的价格之上，巴菲特通过承诺用 35 美元买入其股票（由于巴菲特已经获得了每股 1.50 美元的差价，他的实际成本价是每股大约 33.50 美元）实际上是给了市场一个强有力的信号，那就是这只股票的价格值这么多钱，因为更低的价格（比如说 30 美元）早就应该被市场验证过了。

大多数企业债券都拥有所谓的“看涨”条款，即一段时间后，它可被视做期权，通常比票面价值要高一些。这个溢价通常不足以弥补将此资金用于再投资所能获得的收益。如果利率上升，投资者就会遭受利率和资金的双重损失。通常，投资者不能用票面价值将债券“还给”公司并收回投资本金。

有些企业债券拥有“毒丸条款”。这使得持有者可以在满足一些条件的情况下，用一个特定价格将债券卖回给公司，这个价格通常是票面价值。出现这种交易的典型情况是恶意收购，通常是用借贷来融资，以降低合并后公司债券的价值。“毒丸条款”的存在使债券持有人可以将手中的债券以票面价值卖给收购方，而接受这些债券是收购方必须履行的责任。这样做可以保护债券持有人在收购（这是一种事件风险）的过程中不受损失。这也增加了收购方的收购难度，因为它必须购买这些债券。

如果说优先股计划使个人投资者在两种情况中都不讨好（正如前面所介绍的那样），可转换债券却使投资者占有了两种情况中好的方面。这是一种次级债务，约定当目标价位达到时可以转换成公司股票，这个价格通常比目前价格高 20%～30%。为了平衡这种优势，其利息通常比不能提前偿还的债券要低 2～3 个百分点，虽然可转换债券与股票相比更有收益上的优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章
有问题的固定收益

本章主要讨论的不是那些只提供高收益的固定收益债券，而是真正碰到问题的固定收益证券。我们在这里所谈的是真正走向破产，以及受到威胁将要面临清算的那些企业。本杰明·格雷厄姆以及后来的一些投资家，比如第三大道国际价值基金的马丁·惠特曼等人都是这方面的专家。这个方面的投资并不是太合大多数投资者的胃口，但即使是这样，我们仍可以通过分析其财务报表和商业价值了解背后的原则，这些原则对我们来说都是很好的投资练习。

我们之所以涉及这个话题，还有一个更重要的原因，那就是很多个人投资者都会持有共同基金，而很多共同基金实际上是间接地持有了固定收益证券。如果这家企业的证券失败的可能性很大，而它又列在指数内，那么大多数基金都会投资这种证券，因为它们都想拥有对指数的更高话语权。众多的基金有一个臭名昭著的习惯，那就是害怕自己的表现和指数背道而驰，即使将来可能发生本金的损失也在所不惜。对于基金经理来说，他们最害怕的是自己的相对表现不如其他的基金，而不是自己的绝对表现不佳。这一点和众多个人投资者的要求显然是背道而驰的。

企业清算的情形分三种：第一种是企业不得不破产，或者走向破产的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

边缘，这种情况主要发生于一次不期而至的灾难；第二种是企业的运营虽然健康，但是借了过多的债务，以至于不堪重负；第三种是企业的债务负担并不重，但它在行业中处于弱势地位。有可能人们碰到的是后两种情况相混合的局面，也就是说企业的行业地位处于弱势，同时债务水平也过高，这种情况是价值型投资者需要努力去避免的。

企业破产的情形也可分为几种。第一种是技术性破产，如 1987 年，德士古公司与宾州石油在金额达 105 亿美元的法庭诉讼案中输给后者，因此破产；第二种情形叫做第十一章破产，(《美国破产法》第十一章主要就破产保护作出规定）或者说债务人主导的破产；第三种情形叫做第七章破产，(《美国破产法》第七章专门规范破产清算）或者叫清算。不同形式的债务在破产过程当中的偿付优先程度不一样。有时候，他们对于偿付优先程度的争斗会非常激烈。例如，企业管理层的薪资属于行政方面的费用，通常在这个过程中拥有最高的优先度。但是有时候，过多的 CEO 薪资或者法律费用也可能被法官驳回，或者被定位于较低的优先度。一般这种清算型企业的投资会吸引那些破产专家来做，他们通常具备法律背景，并且可以将自己的诉求在法庭上提出来，或者至少能够预计到法庭诉讼的结果。

破产和庭外协商程序

一个企业破产案可以在全美国 11 个司法巡回区中的任何一个区来审理。每一个这样的巡回区都有几个法律区在它的管辖范围之内，全美国一共有 93 个法律区。每一个法律区在处理破产案件的时候，风格都不一样，不同法律区的判断差异是相当大的。比如 20 世纪 80 年代末期德士古公司破产案就是这样，它在第二法律区里获得了破产免责，这里是它的总部所在地，而之前它在得克萨斯休斯敦区域法庭诉讼中输给了宾州石油公司，休斯敦是后者的总部所在地。

一家宣告破产的公司要列出自己的资产和负债，随后必须要有一个重组计划，这个计划将对未来 5 年的收益和现金流作出预测，从信息发布的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

角度来说，这是非常有用的。因为这些预测会包括一些特别关键的事实和假设，若不是因为重组，这些信息本来属于企业机密，是不会与公众分享的。

在现实情形中，对于破产的处理往往不一定是严格按照权益拥有者的优先顺序来安排，这意味着股东往往或多或少获得一些东西，即使牺牲债券持有人的利益也在所不惜，哪怕你是高级别的债券持有者也不例外。这是因为甚至较低级的债权人也可以延缓清算的过程，因为清算并不一定能照顾到每一个人的最大利益，而庭外协商也许可以照顾到很多人的利益。而且在一个破产处理过程中，债务是不计利息的。尤其在高利率的环境下，债权人会接受仅仅收回 85%～90% 的投资，只要这个处理足够快，而不一定非要 100% 地收回投资。因为如果要做到这一步，很可能已经过去了好几个月甚至好几年，在高利率的年代，未来几年 100 美元的净现值是越来越低的。而在低利率的市场环境中，债权人匆匆忙忙地处理问题的可能性比较小，他们没有理由如此匆忙地决定自己的命运，因而破产过程就会显得旷日持久。如果争斗的各方不能够达成一致，法官就会提出一个最终解决方案，也就是说，他会以一个公平价值强迫各方满意。他将按照权益所有人的优先级别，由上到下依次支付，直到把钱花光。在这种情况下，持有较低级债券的投资者可能会血本无归。

清算的优点是相对较快。企业资产将被出售并重新分配给投资者，主要是债权人。这种程序一般发生于企业的情况非常糟糕，以至于大家都认为已经没有必要继续经营下去的情况下。如果债务情况不严重，那么相当比率的债务将得到清偿，可能是 100%，也可能接近 100%。在这种情况下，人们会发现自己很快就会得到清偿，并且可以继续投资。

而在更多的情况下，受困的企业也许借了太多的债务，或至少在它受困的时候是这样，以至于暂时不能全额偿还。如果还能够继续经营下去，还债的责任它终究要承担。但是这种责任的承担没有保障，因为将来的经营情况如何谁也不能保证。所以这些债券的持有者必须是用足够大的折扣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买了这些债券，否则其潜在收益不一定可以弥补这种漫长等待的机会成本和担惊受怕的心理成本。

在现实的清算案例中，投资者很可能拿不回全部本金，即使经过漫长折磨也是这样。在这种情况下，立刻清算会导致公司资产像火灾受损物品一样被拍卖。当然权益投资者会输得一无所有，就是债务投资者也可能会损失掉相当一部分投资。对债务投资者来说有一个解决方案，就是将其持有的债权转化为股权，而在股权市场上寻求解脱机会。在这种情况下，以面值购买债权的投资者会蒙受实际损失，债权购买者应该估计这些债权的实际价值到底还剩多少，根据经验估计一般是面值的 40%～60%。其购买者必须保证自己用足够大的折扣购买这些债券，从而对最终解决方案出台前的漫长等待和担惊受怕进行补偿。在这种情况下，不仅仅最终金额是一个问题，时间因素也是很大的问题，因为你很难进行确切的净现值计算。唯一的，然而也是似是而非的解决方案是保证高的“门槛收益率”（hurdle rate）。

巴菲特获得巨大成功的几个例子与这种情况有关。但这种情况更多地发生于 20 世纪 80 年代和 90 年代早期，而不是发生于 90 年代末期。有一个经典的例子是巴菲特购买华盛顿电力服务公司（Whoops）的债券，到期时获得了超过 16% 的收益。当时这家公司碰到的问题是生死存亡的大问题（或者说二元选择的难题）：当地政府最终是否会支付债券的本息？当时 4 号和 5 号电厂已经没有收入了，公司也停止偿付与之相关的债券。当这种情况发生时，1 号、2 号和 3 号电厂的局面也变得不妙，因为人们担心它们也会关闭。正如 80 年代后期的其他核设施（例如 Lilco）一样，问题变成了：监管者是否会允许用其他设施赚的钱来弥补这些损失？在那个年代，答案一般是肯定的。巴菲特这一次做对了，他赚了大钱。

巴菲特也购买了德士古石油公司的债券。1987 年，德士古公司在与宾州石油的金额达 105 亿美元的法庭诉讼案中输给后者，因此破产。巴菲特购买的是德士古短期债券，全都是在它破产之后才用折扣价买入的。他认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为，以当时的定价来看，这批德士古债券是最有吸引力的投资产品。因为他认为，即使在最坏的情况下，他也能够将成本回收，但如果最终这个官司得以和解，他的收益会更高。后来果然这个官司以30亿美元和解。因为巴菲特是以折价买入的债券，所以他能够用更高的价格卖出去，获得了投资收益。

伯克希尔·哈撒韦公司的另一个例子是在1989年、1990年两年间，巴菲特以低于债券面值的价格购买了雷诺－纳贝斯克公司4.4亿美元的垃圾债券。1988年，KKR公司凭借银行贷款和发行垃圾债券成功地以250亿美元收购雷诺－纳贝斯克公司，这在当时是十分大的一笔交易。但由于其后垃圾债券市场崩溃，就影响到了雷诺－纳贝斯克的垃圾债券。巴菲特却认为投资该债券可获得14.4%的收益，并且其极低的定价还提供了获得潜在资本收益的可能性。1991年，雷诺－纳贝斯克公司宣布将按债券的票面价值赎回大部分垃圾债券。这一公告使其债券价格上涨了34%，巴菲特从中获得1.5亿美元的资本收入（收益率达到75%）。

而巴菲特最大的投资败笔也发生于这个方面。1989年7月，巴菲特投资美国航空3.58亿美元，并从可转换优先股中获利9.25%。从1981年至1988年，美国航空一直是蓝筹股。虽然巴菲特看好当时美国的航空业，但他对于美国航空业竞争的激烈程度估计不足，所以这次投资他是看走了眼而损失惨重。虽然巴菲特坚信美国航空的普通股应该会有不错的表现，则他所投资的优先股也会跟着上涨，然而结果却和他的想象大相径庭。一场行业性的恶性竞争使得美国航空这样的公司也陷入困境。其实这种情况格雷厄姆以前就指出过。他说投资者要警惕那种虚幻的收益前景。在这种固定收益的投资情形（而优先股就属于这种情况）中，我们一定要确保这个行业可以持续盈利。而这正是美国航空当时没能做到的。

投资问题债券的前提

投资问题债券有一些前提。第一个前提是：这项投资能产生股权一样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收益，通常是10%以上。其风险一般比股权投资低一些，但其回报方式不太一样。一方面，你会获得很高的收益，但并不是无限制的高收益，因为债券发行方的发行价是一定的。另一方面，你投资的债券比权益级别高，这保证了当公司走向破产的时候你还可能会收回一些东西。

第二个前提是：你所投资的债权在资本结构中的级别必须足够高，以为将来的还本付息提供合理的保证。我们提供一个投资原则：债权在总资本（债务加上权益）中的比率不应该超过30%～40%。这就是说：总资本中不应该有超过30%～40%的部分（债务或优先股）比权益更高级。对于准股权的债务投资工具来说，高级债务在总资本中的比率不应该超过40%～50%。和权益一样，这些债务比高级债务级别低，但是和权益不同，它比权益要高级，而不是与之平级。低级资本的存在所提供的缓冲效应使我们可以对高级资本的数量作出规则上的变通。

清算价值可以通过资产负债表估出。只有现金和高流动性的可交易证券可以被全值计算，应收账款通常值面值的80%～90%（考虑到坏账和拆分成本），库存可能值名义价值的50%或以下。具有讽刺意味的是，商品库存，如钢铁和其他原材料以及半成品，可能和市场价值相差无几，如果市场认可其现值的话。正是那种“高附加值”的库存清算的时候可能价值很低，比如服装，如果没有其他更好的用途，它们可能变得过时，从而损失掉大部分价值。厂房、土地和设备的价值差异很大，在一些不常见的情形中，它们的价值可能和原值一样甚至更高。报废的机械设备根本不值什么钱，也许只能当废品处理。

处于困境公司的财务报表分析

对处于困境的公司，一种比损益表更重要的财务报表就是财务状况变动表，或者叫资金流量表。一般处于困境的企业根本就没有收入。有时候，人们会认为即使现在资金状况很差，但是随着经济状况的好转，这种企业也许会恢复生机。在这种情况下，对未来收入的预期就显得很重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。资金流量表简单说来就是将一定期间内影响企业现金（包括现金等价物）增减变动的各种因素，按营业活动、投资活动和财务活动分类、分项列出。表中还列有期初和期末的现金余额，据此可以掌握企业现金流量的全面情况。

这种报表分为三部分内容。第一部分包括营运现金流的情况，包括净利润、折旧、递延税款，由净利润的各组成部分或其他不产生现金的项目来调整。例如，持有其他公司权益的所得要从营运现金流中剔除，因为它不是现金收入。从本质上来说，就是从现金流中将非现金费用剔除，从而得出净利润。净利润表示净值的最新增加值，折旧数字表示资产负债表上累计折旧的最新增加值。

报表第二部分显示营运资金（而不是资产负债表顶部现金）的变化情况，流动资产（如应收账款和库存）的增减表示现金的使用（或来源）情况。负债的增减表示营运资金的来源（或使用）情况。最后的数字表示从营运资金项目中“挤出”（或使用掉）的现金。在此种报表的早期版本中，这些项目是分开列的，但是目前的做法是在资金来源下面用单独一行来表示。

报表第三部分显示资金在“投资”和“融资”活动中的使用情况，分为两部分。第一部分表示来自或者用于融资活动的资金。它分析资产负债表右边部分的长期负债。债务或其他长期负债的增加是资金来源，债务支付是资金使用。股息支付是资金使用，因为它导致净值的减少。第二部分表示来自或者用于投资活动的资金。它表示长期资产（如厂房、土地和设备或其他投资）的变化情况。固定资产投资属于资金使用，出售资产属于资金来源。

现金流项目的总值表示一年来现金流的变化，因此净利润的数额是一个“管理数字”，它由现金流、折旧、税款共同计算得出。不同的折旧方法不会引起现金流的变化，但是会使收入数字不同。不同的折旧方法会在第六章探讨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要特别留意的是，资产负债表上科目的变化是净值的变化，而现金流量表上的变化是总值的变化。例如，如果一家企业经过再融资将负债总额从1亿美元提高到1.5亿美元，在资产负债表上显示为0.5亿美元的净值增加，而在现金流量表上这两个总值都会被列出。

当长期资产、长期负债、权益账户（收入减股息）和非现金营运资金都被计算为净值，结果就是本年度现金的增减变化。当然一家企业的财务状况不能仅凭现金的增减来评价。现金减少可能意味着使用现有资源来支持一项重大投资或者扩张行动。更好的库存管理、应收账款管理和应付账款管理都可能增加现金流量。因此，评估一家企业的财务状况应该仔细考察其资金的流入和流出状况，以及营运资金各个部分的使用情况。一定要从更大的范围考察企业的整体经营状况。但是年复一年的现金持续减少往往意味着企业的财务状况有问题，而年复一年的现金增加（不论企业有没有成长）对企业来说往往是个好兆头。

有时候企业的融资状况会变得很奇特，那是因为有衍生品合同加入进来，即使种类繁多的衍生品合同有时候是以别的什么名称出现的。最臭名昭著的例子是安然。当然也还有其他的一些公司有类似的融资安排，虽然当初目的不是误导，但实际上的效果就是误导了投资者。像金融衍生品合同这样的融资方式的一个重要特征就是：它使得企业的外部融资活动得以在财务报表上以内部运营的方式体现出来。这种不实报告不会影响公司的整体流动性，但是却误导了投资者对公司内部流动性的理解。

需要注意的是：一家公司的内部融资主要用于债务的偿还。所以如果我们仅仅知道一家公司可以通过外部融资的方式（无论是再融资还是资产出售）获得资金，那么我们就不应该想当然地认为它具备足够的流动性。如果一家公司是这种情况，那么它的财务状况就既取决于其是否能持续经营，也取决于金融市场的状况。其实，这正是导致众多公司碰到麻烦的地方。其实，公司财务方面的问题往往在经济繁荣的时候就已经酝酿，而在经济不好的情况下才会爆发。一旦再融资的窗口被关闭，那么公司马上会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

陷入灾难，而这种情况在金融市场里是不期而至，常常发生的。这种灾难之所以发生，也因为在这个时候资产购买者会突然消失，就像从地球上蒸发一样（因为他们也不能获得融资了）。

短期债务也是个危险万分的东西，尤其是商业票据。这背后的道理是：在好光景中，你的融资活动会如鱼得水、毫无困难，但是在坏年份中，这就难说了。谁也不能保证在经济不好的情况下外部融资可以到位。默多克的新闻集团曾于1989年在英国创办了天空电视台，该电视台次年与英国卫星广播公司合并组成英国天空广播公司。1990～1991年间的海湾战争期间，它受到巨大影响，又正好赶上全球经济衰退，因而新闻集团面临着破产的危险。后来它不得不接受了以花旗银行为首的财团的救助计划，才从崩溃边缘走了回来。

观察现金流量表可以看出很多公司都被1999年的高科技泡沫所误导，而花巨资用于资本支出和收购活动。这包括安然公司、世界通信公司等，它们的首席执行官的贪婪和过度扩张使得公司的钱袋变瘪，而且让公司承担了没有必要的高额债务。实际上，如表5.1所示，营运现金流（FFO）指标对于分析问题公司的债务情况很重要，在对债券进行评级的时候应该考虑进去。

表5.1 债券评级模型扩展版

级别	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC 或更低
FFO/净收益	>125%	75%	45%	25%	15%	10%	<5%

资料来源：根据简·特里普·豪的一篇文章《公司信用分析》中的债券评级模型进行了调整，由法布罗兹等在《固定收益手册》中引用。

清算并非针对那种毫无拯救希望的公司，比如安然。世界通信和Qwest公司也陷入这种绝境的边缘。另一个例子是Adelphia媒体公司，它因为其创始人牟取私利而被搞得千疮百孔。在所有这些情况中，公司高层

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理者的品行都是一个很重要的考察因素。2001 年末一本商业杂志曾经指出了三个在个人生活上面管理得最差的首席执行官，他们是安然的肯尼思·雷、世界通信的伯尼·埃伯斯和康塞可公司（Conseco）的斯蒂芬·希尔伯特。这几个人都用侵略性和冒险的风格来管理个人生活，这也预示了他们会用什么样的风格来管理自己掌管的企业。

安然也许是最广为人知的企业丑闻案例。其实安然亏钱已经发生很多年了，但是公司一直都采取隐瞒的方式误导大众，也隐瞒着其企业中的大多数人。为了弥补损失，安然不得不大举借债，其中的许多债务都没有被认真对待，因此安然公司在没有充分认识到这一点的情况下过度扩张。这种举动就像一个高空走钢丝的杂技演员，当下面什么都没有的时候幻想着有一张网接住他。正如巴菲特所说，一家公司的首席执行官如果敢于在公众场合对公众说谎，那么一般也意味着他们敢于在私人场合对自己说谎。而像肯尼思·雷这样的首席执行官，如果他们早就知晓公司的问题，而及早采取行动的话，那么后果根本不会如此严重。问题是，当他们后来被问及事件发生过程的时候，他们都说自己并未知晓整个事情的完整画面，而为自己开脱。如果他们当时知道过程的一些细节，而利用自己的影响力来防止问题的出现，这当然会是另外一个故事了。

实际上，肯尼思·雷没有完全卖掉自己所持的公司股票，他也曾经热情地号召员工继续持有安然的股票，因为他自信安然股票还会东山再起。他也确实卖掉了自己所持的一些股票，但他卖出的目的主要是用其投资于另外一些新兴的项目。而这些“新兴的项目”最后也一败涂地，命运比安然也没有好到哪里去。这使得肯尼思·雷和妻子两人的投资从峰值算起损失了超过 90%，虽然个人没有破产，但是也“挣扎在破产的边缘”。可见肯尼思·雷在管理个人投资上的情形也比他管理公司的情况好不到哪里去。他也没有真切体会到一般工人的痛苦和损失，因为他是从一个相当高的高度跌下来的，而那些工人是从一个本来就不高的水平跌到更低点。

安然的财务黑洞是如此之大，以至于肯尼思·雷的继任者的主要职责

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是保证资产按顺序清算。一个新的管理层也拯救不了他。而且，安然失败了，还把它的会计师事务所安达信也拖下了水。

世界通信公司也遭到了同样的厄运。它的前首席执行官及创始人伯尼·埃伯斯用自己的私人账户买公司股票，其杠杆倍数已经达到了极限。当股票价格下跌时，他又获得了公司提供的个人贷款，这当然与公司利益相冲突。最后，他拥有价值几千万美元的股票和其他资产，却同时身背几亿美元的债务。所以这时的世界通信是由一个破产的首席执行官在领导。这可以通过对 Sprint 公司的要约收购但最终收购失败和对 Skytel 的成功并购体现出来。股东们事后知道了事情真相，但是他们的发现本来应该作为对债券持有人的警告。债券投资者其实知道伯尼·埃伯斯为人怎样（而股价正是依赖于他的表现），但是他们中几乎没有人能够因为这个警告而收回自己的大部分投资。

让我们从世界通信的财务报表上看出一些端倪吧。先从它的现金流量表开始（如表 5.2 所示），我们可以看到，在 1999 年初的时候，它花了太多的钱用于资本支出和收购业务，而不是在企业运营上面，这就是一家问题公司最初的症状。我们知道这种花费需要通过大量的长期负债来提供资金。再看看 2001 年底的资产负债表（如表 5.3 所示），我们可以看到这家公司的资产状况似乎并不是那么糟糕，因为它有 570 亿美元的资产，支持着 240 亿美元的负债。但是如果我们知道这 570 亿美元资产中有 450 亿美元资产都来自于前几年的并购狂欢浪潮，我们就不得不警醒一些了。如果我们将其从 570 亿美元的资产中扣除，那么就会发现，世界通信公司是用 120 亿美元资产支撑着 240 亿美元的负债。后来，果然在通信和媒体科技狂潮中突飞猛进的股票泡沫破灭，世界通信的股票应声而落，后来再也没有起来。这种情况出现的时候，我们真的应该好好问问之前这些并购行为到底是聪明的还是愚蠢的。世界通信股票的崩盘就是答案。而伯尼·埃伯斯本人也遭受了巨大损失。他本人的命运可以让我们感觉到：从一个人处理他自身私人问题的状况大约可以推断出他处理其公司的状况，如果说伯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼·埃伯斯对个人生活的管理都这么混乱的话，他对于公司的管理也很可能出现严重的误判。

表 5.2 世界通信公司现金流汇总表 （单位：百万美元）

	1998.12	1999.12	2000.12	2001.12
税后净利	-2 725	4 013	2 598	1 524
折价和摊销	2 289	4 354	3 280	4 121
其他非现金调节	5 148	3 629	1 790	1 203
非现金营运资金变化	-530	-991	-2 338	-243
营运现金流	4 182	11 005	5 330	6 605
固定资产处置	148	1 940	0	0
资本支出	-5 486	-8 716	-10 984	-7 619
出售长期投资价款	0	0	0	0
新增长期投资	0	0	0	0
其他投资活动	-4 160	-2 779	-2 628	-1 199
投资现金流	-9 498	-9 555	-13 612	-8 818
股息分配	-42	-72	-65	-83
短期借款增减	0	0	0	0
长期借款增加	6 390	0	6 377	3 526
长期借款减少	0	-2 894	0	0
股本增加	472	886	585	124
股本减少	0	0	-190	-200
其他融资活动	48	-221	1 489	-249
融资现金流	6 868	-2 301	8 196	3 118
现金流净增减	1 552	-851	-86	905

资料来源：Copyright © 2003, Bloomberg, L. P., all rights reserved. Reprinted with permission.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.3 世界通信公司损益表 （单位：百万美元）

	2000.12	2001.12		2000.12	2001.12
现金及约当现金	720	1 409	应付账款	3 584	2 751
短期投资	0	0	短期借款	7 200	172
应收账款及票据	4 980	3 734	其他短期负债	3 429	2 992
存货	0	0	**流动负债**	14 213	5 915
其他流动资产	2 392	3 036			
流动资产	8 092	8 179	长期借款	11 696	24 533
			其他长期负债	3 648	3 742
长期投资和长期应收款	0	976	非流动负债	15 344	28 275
			总负债	29 557	34 190
固定资产折旧	34 422	39 386			
非固定资产折旧	6 727	5 576	优先股权益	798	1 993
累计折旧	5 972	8 170	少数股权	2 592	101
净资产	35 177	36 792	股本	0	0
			未分配利润	52 946	55 617
其他资产	42 624	45 954	**股东权益**	56 336	57 711
			总负债和权益	85 893	91 901
总资产	85 893	91 901			

资料来源：Copyright © 2003，Bloomberg，L. P.，all rights reserved. Reprinted with permission.

我们再看看世界通信公司的另外一张财务报表损益表（如表 5.4 所示）。我们都是事后诸葛亮，后来它出事了才知道原来它 1999～2001 年间的收入数据是虚假的。但即使世界通信公司 1999～2001 年间的收入数据不是虚假的，又怎么样呢？通用会计准则实际上允许在财务数据上出现自由挪移的空间。那些债券和股票的投资者往往愿意看到一些东西，而这些东西也会如期出现在公司的财务报表上。公司知道该怎么做，来提供一些让投资者们感到愉快的信息。对于一家出现问题的公司来说，是现金流而不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是账面收入决定了这家公司的生死存亡。我们一定要注意：利润是一种观点，而现金流是事实。

表 5.4　世界通信公司损益表　（单位：百万美元）

	1998.12	1999.12	2000.12	2001.12
净营业收入	18 169	35 908	22 755	21 348
营业成本	8 534	14 739	8 745	8 120
销售和管理费用	6 852	13 289	8 969	10 179
营运收入（损失）	2 783	7 880	5 041	3 049
利息费用	692	966	458	1 029
营业外净损益	3 681	-250	-385	-412
收入税费用	877	2 965	1 990	943
XO 项目之前收入	-2 467	4 199	2 978	1 489
XO 项目税前损益	265	0	118	0
税收对 XO 项目的影响	-100	0	-43	0
少数股权	93	186	305	-35
净利润	-2 725	4 013	2 598	1 524

资料来源：Copyright © 2003, Bloomberg, L.P., all rights reserved. Reprinted with permission.

后来世界通信公司的债券大跌，股票也跌到几乎不值钱了，公司濒于破产的边缘。它的首席执行官伯尼·埃伯斯也被撤职。只有将他撤职这个步骤才能给公司一根最后的救命稻草，新进的管理层最终将公司25亿美元的信贷额度用得精光，还交换了母公司的股票，因而免除了巨额的股息负担。世界通信公司（从此又重新命名为 MCI）的未来取决于它管理现金的能力。

而保险与金融服务公司康塞可公司又是另外一个狂热投机的故事。20世纪 80 年代早期，斯蒂芬·希尔伯特成立了康塞可公司，该公司在 1985 年上市。它像大多数后来碰到巨大问题的公司一样从事了大规模的狂热并购行动。1998 年，它通过价值 64.4 亿美元的股票收购了绿树信贷（Green

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Tree Lending)，这家公司专为贫困家庭购买活动房屋提供贷款。它从被收购之日起就成为公司的沉重包袱。后来康塞可破产，其首席执行官斯蒂芬·希尔伯特也被踢出董事会。后来的康塞可董事长加利·温特曾是通用电气金融服务公司（GE Capital）的重臣，他的两年努力也仍然没有扭转康塞可的败局。

国家违约

国外债券的一个潜在风险是国家违约。与一般人的看法相反，国家也会违约。一家美国银行的前任董事会主席说过一句著名的话："一个国家是不会破产的。"实际情况是：国家也会破产。我们作为普通投资者，也许不会用自己的账户去冒国家破产的风险。但当我们投资于共同基金等工具时，就可能间接承担国家违约的风险，因为这些共同基金可能会持有外国政府发行的债券。比如美国 1982 年的大熊市就是由墨西哥整个国家走向破产边缘而引起。一个相似事件发生在 1995 年，这时墨西哥又发生金融震荡，但是因为美国当时正处于大牛市中，所以影响极为有限。

国家也像公司一样被进行信用评级。信用评级机构像对公司评级一样考察每个国家的信用情况，不过他们考察的指标通常是 GDP、贸易平衡度和外汇储备这样一些指标，指标不同，但是评级过程相同。国家信用评级有两个类别：本土货币债务和以美元（或以其他发达国家或地区货币如欧元或日元）计价的债务。国家信用评级的结果对于本国企业债是一个基础，也就是说，其国内的企业债券评级一般不会高于国家信用评级。当然有一些例外，比如基于大宗商品的企业，它们的收益主要以美元计价而不用当地货币计价，而且其运营活动主要发生在国外，从而不必将其所赚取的美元返回国内。

拉丁美洲国家阿根廷就曾出现过国家违约的情况。19 世纪末期到 20 世纪早期，阿根廷是一个被其他发展中国家羡慕不已的国家。但是它后来却不仅仅对其高额外债宣布停止偿还本息，而且阻止本国公司支付以美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（或其他货币）计价的债务，从而避免破产。这一切都是长期的经济低增长所导致的，其每年几个百分点的外债增长大于国家经济的增长，其巨大的政府赤字也使经济受损严重。具有讽刺意味的是，之所以产生这么严重的问题，原因是其将比索与美元绑定。当然美元被证实是 20 世纪 90 年代最强的货币后，阿根廷的当地货币比索就显得过"强"，以至于其国内生产商在国际市场上失去了竞争力。在一个世纪的 3/4 时间里，阿根廷的经济增长都很缓慢，使其货币失去了一个潜在的基础。

另一个很重要的事例是日本的国家信用问题。在长达 10 多年的经济衰退和 1990 年的股市低迷中，日本国家的借债率达到 GDP 的 130%～140%。这在发达国家中是少有的，相当于第三世界国家的借债率。一个补偿因素是其庞大的外汇储备，如果算上这个部分对国内债务的抵偿程度，那么其负债率会降到 40%～50% 的水平。日本的国家信用评级从 AAA 滑到 AA，再滑到 A，也许会在将来的某个时候滑到 BBB。

如果考虑到美国的外债水平和 21 世纪早期的庞大赤字，那么我们会十分奇怪为什么美国的国家信用评级维持在 AAA 的水平。也许答案是：美元是实际上的世界货币。从理论上说，美国政府可以通过印制更多的钞票来偿还外债，而不会碰到任何接受上的问题。但即使是这样，美国也是要付出成本的，因为要获得这些资金是需要付出利息的。而如果考虑到美元从 1950 到 2000 年以来对欧洲的主要货币贬值了一半，同时期对日元的贬值程度更达到 2/3，这种贬值的趋势又对美国对外融资的成本作出了补偿。

具有讽刺意味的是，历史上主权国家债券违约的可能性其实最低，反而是银行贷款的违约比较多，最可能发生违约的是国家政府间的债务。第一次世界大战后，美国的盟国中只有芬兰偿付了其对美国的债务，其他的国家都以德国没有履约为借口而没有履行对美国的债务，它们的理由是本来德国的赔款是要用来支付对美国的债务，但是这些赔款德国没有支付。20 世纪 30 年代的经济大萧条中，德国对美国的赔款和其他国家对美国的债务都被免除了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在20世纪80年代，第三世界国家掀起了一股国家违约的潮流，主要发生在拉丁美洲。这些贷款后来的处理方式是通过布雷迪债券（Brady Bonds）来解决。这是以美国财政部部长尼古拉斯·布雷迪（Nicholas Brady）的名字命名的一种债券，他发明了这种债券。这种债券背后的思路是：破产国家可以购买足额的美国零息国债，到期还本，其利息定为票面价值的4%~6%，比其所欠外债的利息要低得多。因此，国际银行家可以接受这些债券作为对其所需收回贷款的补偿，因为他们知道其本金由美国政府担保。如此一来，这些政府就可以得到挽救，也可以宣布损失已被化解。其本金被美国政府担保这一点很重要，因为这些国家实际上已经承受了巨大的经济损失。同时，其债务也得以重组并可能支持将来对布雷迪债券部分利息的支付。

布雷迪债券的投资者投机于这种债券不是为了本金而是为了利息。它的发行折扣相当大，一般以票面价值的6~7折发行，因为它的利息很低，而且风险比较高。他的潜在收益来自于隐含的“国债利息”加上“本地利息”。“国债利息”基于目前国债零息债券的票面价值，它担保了部分布雷迪债券，“本地利息”基于重组债券的不被担保的部分，也被称为“剥离收益”。例如，布雷迪债券定价70美元，国债定价40美元，债券没有被担保的部分是30美元。则票面价值1 000美元，利息为6%的债券其市场价格为700美元（1 000美元的70%），其中400美元由美国国债提供担保，其余300美元由重组后的当地债券提供担保。国债利息可能累积到60美元中的20美元。差额（例如60－20＝40）在当地支付，本地债券价值300美元，则当地的真实利率为40/300，即高于13%。所谓的剥离收益率通常比同样的政府发行的美元债券的利息要高。布雷迪债券有被违约的历史，但是当地债券通常不会。这是一种少见的意外情况：破产银行的贷款利率比当地债券的利率要高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A Modern Approach to
Graham and Dodd Investing





第三部分
价值评估

◎ 第六章 现金流和资本支出 / 95
◎ 第七章 资产价值评估 / 111
◎ 第八章 对股息价值的观察 / 128
◎ 第九章 对用收入进行评估的警告 / 144
◎ 第十章 销售收入分析 / 161



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

现金流和资本支出

当我们将格雷厄姆和多德的投资理念应用到股票投资中去的时候，一个基本的前提是我们认为最终为股票赋予价值的东西是现金流。在这个部分我们将讨论销量、价格和成本之间的关系。我们还要讨论如何从公司损益表上衡量可用现金流。我们要讨论现金流和资本支出之间的互动关系，并考察经济收入和会计收入的关系。然后，我们还要讨论现金流在企业合并和收购中的重要作用。

销量、价格和成本之间的关系

税前利润是销量、价格和成本的函数。如图 6.1 所示，如果 R 是销售额，那么 P 是价格，而 V 是销量，那么 $R=P\times V$；而利润 $E=P\times V-C$，其中 C 是各项成本。

成本包括固定成本 F 和可变成本 MV，其中 M 是生产一件产品的边际成本。在这种线性模型中，边际成本由图 6.1 中所示的成本线的坡度来衡量，它是一个常数。固定成本也被称为沉降成本，不随产量的变化而变化，它包括厂房和设备等（特别包括折旧）。安装和建设这些设施的费用是固定的并且已经发生了。可变成本是随着产量的变化而变化的成本，包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

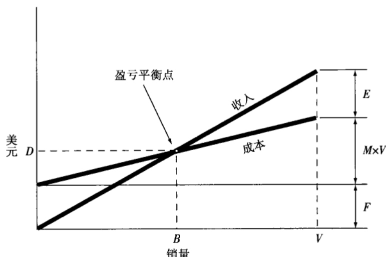


图 6.1 销量、价格和成本的关系

括原材料和人工成本。大多数资本成本（比如利息支出）基本上是固定的，虽然有些是由固定成本和可变成本构成的。例如，电话费的构成由固定费用和每小时使用费两部分构成。销售、综合和管理费用也是组合费用，由固定和可变部分构成。它们可以是固定的还是变动的，关键在于企业文化和公司如何管理它们。

如图 6.1 所示，盈亏平衡点发生于收入线和成本线交会的地方，即由亏损走向盈利的那一点。关键销量（表示为所销售商品的件数）的计算可以设定 $V=B$（即 $PB=F+MB$），则可以得出 $B=F/(P-M)$。盈亏平衡点处价值 D 的计算方式：$D=RB$。销售收入和变动成本之间的差额是“边际贡献”。当固定成本完全被边际贡献吸收，则更多的销售意味着利润。在 V 被指定的情况下，利润 $E=PV-(F+MV)=(P-M)V-F$，其中（$P-M$）是单位贡献，$(P-M)V$ 是贡献总额，P/M 是边际收益。边际收益越大，固定成本越小，则盈亏平衡点的产量就越小。在这个点的上方，贡献变成了利润，其过程被称为固定成本的分摊，因为每单位的贡献已经高于每单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位的固定成本。

虽然盈亏平衡点模型作为一种线性分析模型绝非完美，但它还是可以让我们定性地理解销量、价格和成本之间的关系，并在某种程度上定量地推测出税前利润。

现金流量分析

损益表的第一行是销售收入，接下来的两行费用包括直接成本（也称为所售货物成本）和一般费用项（称为销售费用和管理费用）。公司可以通过对前三行所代表的项目进行管理来最大化折旧和息税前收益（EBDIT）。得到的数字经常被称为“现金收入”，这一数字也是衡量公司现金流的标准。

通过这三行数字可以由下列公式得出毛利润及折旧和息税前收益：

毛利润 = 销售收入 - 直接成本（人工成本和直接材料成本）

EBDIT = 销售收入 - 直接成本 - 一般费用（销售费用和管理费用）

这些都是经营活动的现金流。

下面要计算的是息税前收益（EBIT）和税前收益：

（息税前收益）EBIT = 销售收入 - 直接成本 - 一般费用 - 折旧

税前收益 = 销售收入 - 直接成本 - 一般费用 - 折旧 - 利息

值得注意的是：折旧项目并不要求支付现金，但要记录在账面上。利息费用会引起现金流出（除非作为资产记账的资本化的利息）。因为资本化的利息不常用到，所以这一部分是不包括在分析之中的。

损益表的之后两行是有关税收项目的，分别为：现金税费（短期内可以支付的）和递延税费（一年以后要支付的）。我们将不对现金和递延税费的关系进行讨论，因为这项工作是由外部会计事务所或来自税务部门的税务专员专门来完成的，有时财政部官员或专业学者被雇用来担当这项工作。我们在分析时，其他一些现金或非现金项目以及一些非现金性的资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入和子公司的零星运营利息收入也忽略不计。则：

净利润 = 销售收入 - 直接成本 - 一般费用 - 折旧 - 利息费用 - 税费

仅仅把现金支出项目从 EBDIT 中减除后就可以得到如下现金流公式：

现金流入 = 销售收入 - 直接成本 - 一般费用 - 利息费用 - 现金税费

同样，现金流入也可以通过损益表的非现金项目得到：

现金流入 = 净收入 + 递延税款 + 折旧

损益表也可从 EBDIT 项目开始进行编制，然后仅仅把现金支出减除。EBDIT 减去利息费用等于税前现金流。利息费用会使利润收入和现金流二者都下降，所以这项费用会在计算现金流入时扣除在外。然后，税前现金流减去现金税费得到税后现金流。递延的税款和折旧项目会留下来从而使现金流数目和上一公式得出的结果一样。所以，净利润是一项可以通过基于对现金流、税费和折旧进行调节而得到的可操纵项目。

盈利报告本身的问题是它不能够反映各个会计期间之间的现金流变化。比如，如果一项交易会带来未来的税费支出义务，而这项义务的完成却没有涵盖在当期的盈利中。

扩展了的包含财务状况变动表信息的现金流数额可以表示为：

扩展的现金流数额 = 净利润 + 折旧 + 递延税款 +/ - 营运资金变动额

折旧项目对现金流分析的影响

现在让我们考虑折旧方法的选择对税前收入的影响。在其他条件都相同的情况下，折旧费用的数额越大，税前盈利数额就越小。虽然可以通过不同的库存评估方法调整库存来降低税前盈利数额，但这种方法不能影响现金税费和递延税费的分配关系，这是与折旧的不同之处。

对于折旧的计算有多种方法，包括直线折旧法和其他所谓的加速折旧方法，这些方法的介绍可以从任何一本标准的会计教材中找到。但是，当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更激进的折旧方法（加速折旧法）降低会计利润时，这些方法实际上会带来更大的现金流入数额，因为较高的折旧数额带来的结果是较少的税费从税前现金流中扣除。虽然通用会计准则（GAAP）和税法对折旧、税费和税后收益的计量都有规定，但这三者之间的现金流分配似乎可以人为操纵。

为了对此进行说明，我们以一项价值 100 万美元 10 年寿命期、税前现金流为 25 万美元的资产为例。

在直线折旧法下，年折旧额等于资产的价值除以资产的寿命，即每年折旧额等于 1 000 000/10 = 100 000 美元。

在双倍余额递减法下，折旧额是一个逐年递减的过程，年折旧率为 2 除以折旧年限乘以百分之百，上一年折旧额为年初资产价值乘以折旧率，次年折旧额为次年年初资产价值扣除上一年折旧额后再乘以折旧率。所以，第一年资产的账面价值就是此项资产的全值，折旧额为资产总值的 2/10，也就是 200 000 美元。第二年的折旧额为折旧系数 2/10 乘以降低的资产价值（1 000 000 - 200 000），即 2/10 × 800 000 = 160 000。接下来年份的折旧额以同样的方式逐年递减。

在年数总和法下，年折旧额的比例是资产的尚可使用年限除以预计使用年限总和。在这种情况下，预计使用年限总和为所有从 1 到 10 的数字相加之和，即 55，所以第一年资产尚可使用年限为 10 年，这样第一年的折旧额为资产总额 100 万美元的 10/55，即 181 000 美元，第二年为总额 100 美元的 9/55，也就是大约为 164 000。

值得注意的是使用加速折旧法时，第一年折旧数额最大，接下来的年份逐渐降低。比如在双倍余额递减法时第二年的折旧数额 160 000 美元，低于第一年的折旧数额 200 000 美元。同样，在年数总和法下，第二年的折旧数额 164 000 美元，低于第一年的折旧数额 181 000 美元。

如表 6.1 所示，我们可以比较不同折旧方式下的利润和现金流数额。通过用税前现金流量减去折旧额可以得到应税收益，应税收益按 34% 的税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率进行征税。净利润是税费扣除后的余额。税后现金流可以通过应税收益减去税费得到，或者通过税后净利润加上折旧得到。

表 6.1　不同折旧方法对税后现金流的影响　　（单位：美元）

会计科目	直线折旧法	双倍余额递减法	年数总和法
税前现金流	250 000	250 000	250 000
折旧	100 000	200 000	181 000
应税收益	150 000	50 000	69 000
税率（34%）	51 000	17 000	23 500
净利润	99 000	33 000	45 500
税后现金流	199 000	233 000	226 500

值得注意的是，直接折旧法可以使净利润最大化，而另外两种折旧法可以产生较高的税后现金流，因为后两种折旧方法可以节约税费。或者从表格的底部往上看，加速折旧法下较低的利润完全可以通过较高的折旧额所抵消。会计学教科书经常把这一点描述为折旧是资金的一项来源。这种描述是一种误导，更准确的描述是折旧代表着资金，更准确地说是代表着不属于利润的资金。

另一种称为现金回收率的衡量方法是这些方法的一种变形，这种方法是卡内基－梅隆大学的教授井尻雄士提出的。现金回收率（CRR）的公式如下：

现金回收率＝扩展的现金流/(资产＋累计折旧)

注意：从定义上来看，扩展的现金流已经包括了折旧金额。式中包括了累计折旧数额的分母项，表明过去建厂投资的总金额不仅仅是现在企业的账面价值。现金回收率方法是一种比净资产收益率方法更稳定的衡量企业状况的方法，因为不但这一比率的分子和分母都在更高的基础上计量，更重要的是现金回收率所采用的是现金流，而不是净资产收益率中所采用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的盈利，这样就避免了计算时人为操纵的因素。

一项调整的现金回收率中，现金流量中营运资金的变化在比率计算时被排除在外。营运资金的变化等于投资活动之间的差额（比如设备和其他资产的购买或销售）和投融资活动（借债、还债、股票回购项目等）。在任何一个给定会计年度，企业可以通过降低库存、加速回收应收款项或递延应付款项来提高现金流量。但是这种方法不可能每年都用。如果销售收入的提高需要习惯性地提高库存量来实现，营运资金的变化就应该包含在内。

现金流和资本支出之间的差额称为“自由现金流”。自由现金流可以用来支付股利。沃伦·巴菲特的“所有者的盈利”是这一称谓的变形，因为它只是去除了固定资产重置的支出，而把资本支出扩张的选择权留给股东。

现金流的使用和资本支出

现金流可以通过以下四种方式之一来提升企业的价值：

1. 提高定期的股息支付或一次性支付特别股息。
2. 提高常规支付水平，例如偿还债务或股票回购。
3. 进行对公司有短期或长期影响的并购。
4. 通过资本支出来支撑资金增长。

股息的增长能够带来即刻回报，投资者很看重这种增长，因为它能够提高可供消费的收入或者提供不需要卖掉股票就能进行再投资的机会。日常支付水平也是这样来评估的。当管理层释放出提高股息支付的意愿时，公司的股票往往会上涨。

其他支付工作是以一种不那么直接的方式进行。债务的偿还会增强公司的资产负债状况、降低企业价值评估中的债务部分，因此会使公司更具价值。因为此时如果企业价值保持不变或升高，权益部分一定会升高。股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票回购会降低股份的数量但会增加现有股东的每股盈利和每股现金流量，同时排除了没有耐心的股东。股票的回购是管理层发出的一种信号，表明他们相信股票价值被低估，并把公司的钱用在该用的地方。如果这一方式能够被很好地理解，就会成为提升股东价值最好的方式之一。

当折现的现金流远高于其股票的市场价值时，公司就会进行并购或杠杆收购。例如，当利息率降低，现金流量能够满足较高的债务水平时，这种并购或收购就会发生。这时股票的价格可能不会高到理想状态，采用债务来换资产是具有经济意义的。手中握有大量现金的公司管理者们就会想到进行并购。有时一项并购活动是非常有意义的，比如当一个并购者具有很大生产能力同时又不需要对被购方的工厂进行替换改造时，他就可以把所有现金流看做自由现金流。也有几个例子是股票的回购为并购活动铺平了道路。有关这一点的一个引人注目的例子是通用食品，此公司在20世纪80年代中期被菲利浦·莫里斯公司收购。

公司也可以通过资本支出来获得扩张。这是通过资本的支出超过了工厂和设备的更新替代需求来实现的。用于更新替代的资本支出可能来自于折旧所产生的现金流，用于经营扩张的超出折旧产生的现金流部分可能来自于其他途径。

公司总的资本支出是公司资产更新改造和资本扩张的总和，也就是资金的使用状况：

总资本支出＝更新改造资本支出＋扩张性资本支出

这个等式说明了多少资本归入实际扩张而不是资产更新改造，也就是资本的使用状况，

总资本支出＝折旧＋附加资本支出（高于折旧部分）

如果总的资本支出小于更新改造所需资本支出，表明公司在收缩。所以一个成长性的公司除了折旧产生的资金外还要提供额外的资本支出。如果更新改造的资本支出高于折旧额，除非额外资本支出大到能够覆盖这二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者之间的差额，否则就不会有用于资本扩张的支出。大规模的更新改造费用发生在所有运输公司身上，包括汽运、空运、铁路运输和海运公司。

表 6.2 说明了会计盈余（accounting earnings）计算和经济利润（economic earnings）计算的比较结果。如果折旧额等于更新改造资本支出，会计盈余和经济利润数额相等。如果更新改造资本支出小于折旧额，经济性盈利大于会计盈余。相反，如果更新改造支出大于折旧额，经济利润额大于会计盈余额。如只是观察一个公司的会计盈余而没有考虑经济利润，就会造成误导。

表 6.2　会计盈余与经济利润比较

数学符号	会计盈余	经济利润
	税前现金流	税前现金流
-	折旧	更新改造资本支出
-	税费	税费
=	会计收益	经济性收益
+/-	营运资金变化	营运资金变化
=	可供支配现金	可供支配现金

会计盈余和经济利润的区别，实际上很好地说明了具有大量固定成本和低变动成本的电信和媒体公司的投资状况。降低的会计盈余是由于现在的现金流量与上年用于折旧的资本性支出相对比引起的。如果把当前的资本支出用于折旧计算，经济利润就会有很大不同。

如果一家公司在一段时期没有持续的现金流，此公司就没有什么价值，因为此时没有现金去支付股利、购买厂房和设备或为提升股东价值做点什么事情。即使公司具有正的现金流，但其经济利润为零或为负，此公司的真实价值也会低于其会计盈余，公司的短期生存能力也会存在疑问。公司虽然有足够的现金支付临时的股利，但股息的折现价值会低于会计盈余。公司只有具有正的经济利润才可以说能为股东创造价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这也是为什么沃伦·巴菲特和很多其他现代投资者不喜欢投资于类似汽车公司这样的资本密集型企业。类似于汽车这样的慢速增长型企业，大部分资本支出都是用于资产的更新改造或保养。价值线公司对于汽车公司的报告阐明了这一点。一个典型的例子是价值线公司最近对于通用汽车的报告。在景气的年份，通用汽车的现金流量稍高于资本支出；在不景气的年份，即使盈利和现金流下跌，资本支出也能够得以继续。在整个商业周期完成以后，这家汽车公司花掉的现金总体上还是多于其挣回的现金，结果是通用汽车不得不靠不断增长的债务来支撑公司的持续经营。事实上，其他大多数诸如航空、铁路和海运等运输公司的情况也是如此。

正像沃伦·巴菲特指出的那样，资本如何分配是高层管理者两项最重要的工作之一。这项工作与公司的日常运营同等重要。他提出的问题是：每一美元的资本支出是否能够带来至少一美元的市场价值（或更多）？

现金流在并购和重组中的角色

有时，经理们留存盈利的意愿是如此强烈，以至于会冒险从事一些可能有损公司价值的投资。这种情况往往在现金流非常充沛时发生。一个例子发生在20世纪70年代晚期和80年代早期的一些石油公司身上。类似于托马斯·皮肯斯这样的人意识到石油公司的股票价格要明显低于其现金流的价值，于是为了促使公司转变方式和投资现金，他走上了并购之路。

这一时期出现了一些现象：第一，石油价格的高涨带来了大量的现金流。第二，油价的高涨同时带来资本成本相应的增长，主要是地价和钻探设备的日租金。这些支出一般资本化处理到钻井的成本里面（然后计提折旧），这就意味着要多年的时间摊销完毕。

有关这点的争论在十多年以后的1996年又重新开始，当时科克·科克莱恩（Kirk Kerkorian）试图收购克莱斯勒公司。科克莱恩喜欢高股息分配的公司，但管理层争辩说强有力的资产负债表有助于公司渡过难关。接下来，争论的双方并没有很大分歧，至少双方在资本支出应给予支持这一点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上达成了一致。其争论的焦点是股东的利益最好是通过把钱留在手上以使资产负债表更好，还是把现金分发出去。双方的论断都有道理，但这取决于股东的持有时期长短。长期投资者愿意看到资产负债表上现金多一些，而短期投资者则更愿意现在的回报高一些。

现金流量的分析是杠杆收购者爱好的工具。他们在准备对一家公司进行收购竞标时，会采用最宽松的折旧政策，递延税款尽量做到最大。公司会尽可能多地借款，这样减去折旧额和利息费用后的税前盈利就会小到几乎为零。这种情况下公司的借款越多，支付给股东的股息越多。

这是为什么呢？原因是加速折旧法夸大了真实资产的物理折旧。资本支出少于人为的、仅代表账面价值的高折旧数额，但是这种账面记录能创造一种合法避税的手段。同样，递延税款的现值会少于其应有价值。所以会计账面盈利可能会是零，但带来的税收优惠会使经济盈利增加。

这一原理在一些杠杆收购中被滥用。在成功进行折旧的操纵后，杠杆收购者会通过实物支付方式来拖延利息费用，从而抬高收购价格。这一行为被称为"现金储存"。但是与资本支出不同，债务需要分期偿还，梅西百货（Macy's）和联邦引擎公司（Federated）就曾屈服于这种竞争。纳贝斯克公司因为被 KKR 公司收购才逃过这样的下场。

为什么我们需要为商誉付钱呢？或者说为什么商誉值钱呢？因为商誉好的公司能够获得超额的资产回报率，而这很可能来自于优秀的管理。让我们用数字来说明这一现象。假如市场总体的资产回报率为 12%，X 公司用 100 个单位的资产获得了 24 个单位的回报，其资产回报率就为 24%。收购方按理来说应支付 200 个单位的价值来获得这 24 个单位的回报，这样它能在这项投资中获得 12% 的资产回报率。此项投资中，有 100 个单位是用来购买资产的，剩余的 100 个单位归到商誉里面。这项交易对于收购方资产负债表的影响可以表示如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷方：现金（减少）	200
借方：厂房/设备	100
借方：商誉	100

根据规定，每年商誉的摊销额应该为 4（25 年的摊销期），所以权责发生制下的收入为 24 - 4 = 20。因为商誉的摊销是硬性规定的，它并不影响现金流量的分析。

上面的例子用的是税后数字，但大多数时候收购公司是用税前数字来分析的，因为商誉的摊销不能作为税收抵扣。注重现金流量的收购者可能不会太在意商誉摊销对收入的影响，但会注重税收抵扣方面的损失。所以在上例中，收购价格可能会比 200 要稍低一些。

公司权益证券与债务证券

投资者对于一家公司的投资是通过购买权益证券还是债务证券，首先要考虑的问题是其更注重投资回报率还是更注重投资的安全性。债务投资能够获得固定的利息收益，其收益一般（但不是绝对）要低于股票的收益。债权人对公司的资产和现金具有优先要求权。权益证券投资者承担大部分投资风险，并且只能享受满足债权人分配后的剩余收益分配权。像微软这样长期获得较大收益并且没有债务的公司，其股权收益可能会很多，而像一些负债累累，需要竭尽全力偿还债务利息和本金的钢铁公司，可能永远都不会想到为股东做点什么。

对于发行股票和发行债券的最佳组合问题对于公司来说也是非常重要的。实际上这两个问题就像同一硬币的正反两面。对于公司来说，债券的成本要低于股票的成本，所以公司在满足发展需求和财务需求时往往倾向于发行更多的债务。但是，公司发债过多会产生破产风险，所以公司还要发行一些股票来进行安全调节。产生这种结果是因为公司发行债券时就要承担支付利息和本金给债权人的风险。但当公司发行股票时，是股票持有人承担收益率不确定性的风险，而公司除了尽力盈利外，无须承担进一步

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的义务。即使如此，一些学者试图说明股票和债券的组合比例如何是无关紧要的。在完全有效资本市场假说的基础上，两位诺贝尔奖得主莫迪格利安尼（Modigliani）和米勒（Miller）发展了两种基于不同资本结构的证券估值基本理论，他们的理论常常被称为 MM 模型。我们除了要理解造成理论和现实世界差异之争的这一模型外，更重要的是理解在何种情形下 MM 理论是有效的，以便能够知道在不同的市场情形下会发生什么。

MM 模型第一种假说是公司的市场价值独立于其资本结构，并取决于在其相应风险等级的预期资产收益率。这一理论认为，在作资本投资决定时，可以完全不考虑财务杠杆的使用程度。在 MM 模型中，具有相同经营风格的公司被归入同等回报等级，就是说没有债务的公司具有相同的风险等级。只要用来计算公司现值的资产回报率与属于同一风险等级的其他公司相同，我们就可以不用考虑公司的财务决定，因为没有一种债券和股票的组合能够好于其他组合。如果第一种 MM 模型成立的话，最简单的财务计划就是全部使用股权融资。因此，公司的市场价值可以采用与股权回报相适应的相对较高的折现率对公司的资产经营带来的净现金流折现得到。

虽然公司借债能够通过相对较低的债务成本替代成本较高的股权成本，以使得股东们提高投资回报率，但这同时也增加了公司的风险。MM 理论指出：持有负债公司股票的预期收益的增长刚好被其财务风险的增加所抵消。在完全有效的资本市场中，个人投资者可以像公司那样自由借款，因此敢于承担较高风险的投资者会采用个人贷款来投资更多的无负债公司的股票，以通过财务杠杆来提高预期回报率。

所以对于投资者来说，间接地承担财务风险来投资负债公司的股票，与直接承担风险借钱来购买更多无负债企业的股票，二者是没有区别的。相反，个人投资者可以通过股票加现金的组合来降低高风险类股票的风险。

MM 模型的第二种理论表明，负债企业股票的预期收益率 r_e 取决于无负债的风险等级加上负债的风险溢价，风险溢价等于负债与股东权益资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之比然后乘以 r_a 与 r_d 之差，这里 r_a 是未进行杠杆操作的权益资产部分的预期收益率，r_d 是负债部分的预期收益率。用公式表示如下：

$$r_e = r_a + (D/E)(r_a - r_d)$$

这里 D 和 E 分别表示负债的市场价值和权益资产的市场价值。上面的公式是以无税收和完全有效资本市场假设为基础的。这一理论表明负债企业的股票回报率与其资产负债比成比例变化。（在现实世界中，利息支出的税收抵扣给企业以很大的动机去使用债务融资而不是股权融资。）求解上面公式中的 r_a，也就是产权融资企业的权益资产部分的预期收益率可以用下面的公式表示：

$$r_a = r_e \times E/(D+E) + r_d \times D/(D+E)$$

如果投资者的投资组合把一家公司的股票和债券都包括了，此人就有权享有公司靠他的资产运营所取得的全部收入。这时，投资组合所带来的预期投资收益就等于他投资的相应比例股票的平均预期收益率 r_e 和其债券的平均预期收益率 r_d，可以从上面的公式计算得出。所以，r_a 有时被称为加权平均资本成本（WACC）。这是公司必须满足投资者要求的最低收益率。

事实上，资产结构并不是无关紧要的。隐藏在这一学术理论背后的主要假设是：一旦公司遇到财务困难，最初的股东就会被排挤在外，债权人此时肯定也不会把自己的债券转化为股票。寻求资金安全的债券投资者一般不会愿意接受股票带来的风险以满足高回报需求，他们也不应该被强迫这样做。这就是为什么现实生活中他们一般不能确信自己承担的风险，所以他们最终会得到与自己所要求的不同的风险或回报。虽然公司的重组并不会像学术假设所说的那样没有摩擦，一旦公司遇到破产危机，公司职员会被解雇来降低公司成本，各种类型的债权人甚至股权人会争相索取自己的权益。最终，除了律师外所有人都会是失败者。所以，公司会保持适度低的债务水平来避免一旦遭遇恶劣情形而被迫破产，这也是情有可原的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但有时一些极端的、出人意料的恶劣情形也是难以避免的。

1998 年，脱离现实的 MM 理论在现实中遇到了它最严峻的挑战——美国长期资本管理公司的近乎倒闭。美国长期资本管理公司由所罗门兄弟投资公司前董事会副主席梅里韦瑟执掌帅印，诺贝尔奖得主舒尔茨是其高级合伙人。此公司借到了 30 倍于自己资产的资金进行豪赌，以赚取微薄的交易利润。要不是因为投资回报靠大量的借款而放大，潜在交易利润甚至微薄到了没有必要去操作的地步。当现实社会出现变动使得实际收益下降到稍低于借款成本（也低于预期收益）时，其结果就如同投资者进行边际购买操作但出现投资错误。现在对于个人投资者进行边际购买有明文限制，但当时没有具体条文对长期资本公司的做法加以约束。

长期资本公司的战略风险在一本名为《虚荣的篝火》（*Bonfire of the Vanities*）的小说中有很好的阐述。小说中的男主人公舍曼和他的公司用 60 亿美元做赌注以期获得 1/16 个百分点的利润，或者说低于 400 万美元的利润。他实际上获得了 1/8 个百分点或者说不到 800 万美元的利润。在现实生活中一家公司比预期收益少挣 1/16 个百分点的利润是很容易的，这会导致 60 亿美元的交易刚刚达到盈亏平衡；如果比预期收益少挣 1/8 个百分点，可能会在一下午的时间损失几百万美元。实际上，小说的这一部分是对所罗门的交易员和他们在长期资本公司工作的一些校友滑稽的写照。

为了拯救美国长期资本公司，不仅美联储都高调出手干预，连巴菲特这样一些富有投资人也加入到支持大军。这样一项失败的私人投资（用投机实际上更贴切些）几乎变成了美国纳税人（包括没有在股票市场投资的人）的公共义务基金扶助活动。所以，即使公共政策对于私人公司过度使用债务持消极态度也没有什么不妥之处，虽然这些决定通常是在公司层面作出的。

一个经过修正的比较合理的 MM 资本理论是指：只要公司的负债率不超过总资产的 30%，公司的资本结构就不成为问题。只要公司负债率保持低于 30% 的水平，公司财务失败的概率实际上是低得可以忽略的。并且一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

旦有意外之事发生，债券持有者有可能收回全部投资，股票持有者至少也能收回部分投资。作为一个保守投资者，30%的标准是我们愿意接受的投资一个工业企业的标准。实际上，这一标准要比格雷厄姆安全边际所要求的负债不能高于资产或50－50资产负债比率的资本结构还要严格。

投资于债券等同投资于股票的想法对于那些经历仅限于20世纪90年代末所谓股权文化的投资者来说并不是十分荒谬的。在一个世纪以前公众投资开始登场时，投资于股票在本质上与投资于低等级债券相似，与普通债券相比，前二者都是以牺牲一些安全性以期获得较高收益和潜在的一些资本收益。这些债券的资本收益主要局限于面值的折扣，但股票的潜在资本收益则局限于收入中大部分用来分红的股息，剩下的小部分可支配资金用来再投资。接下来20世纪发生了一些变革，这些变革既发生在我们所能感知的这个物质世界，也发生在社会学界，它们往往是通过用相对较少的资产来获得更大回报来改变旧有规则，这些改变尤其发生在知识资本上。所以世界在经济繁荣时期形成了一些忽视保护资产负债表上实物资产投资的做法。比如安然公司前首席执行官杰夫里曾极力宣扬资产从简对公司的好处。但在经济萧条时期，投资者可能会重新发现实物资产的好处所在。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章
资产价值评估

资产赋予一家公司价值，它也是资本投资的目的所在和现金流的来源。总的来说，在评估一家公司商业价值时一定不能忽视其资产的存在，而实际上如今这种忽视是经常发生和无处不在的。资产连同股息分配一起构成了投资价值的基础。如何分析这二者的质量，比那些十分常用甚至被滥用的企业盈利状况分析为我们提供了更为可靠的依据。在进行投资分析时，投资者决定购买哪种股票时应该更多地依据已知的东西，而不是仅凭猜测，而投机者则不是这样。

资本的边际效应

上市公司一般都力求使自己的投资获得最大的回报。经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯在一个名为“资本边际效应”的概念里阐述了这一观点。这种观点是更广为人知的边际效益递减法则的一个应用。第一批可支配资金可以投资于一项回报率很高的项目，第二批资金只能获得稍低一些的回报率，这样递延下去。（资本边际效应曲线如图 7.1 所示。）有时一些性急或激进的经理会进行一些负向收益率的投资，因此降低了公司的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

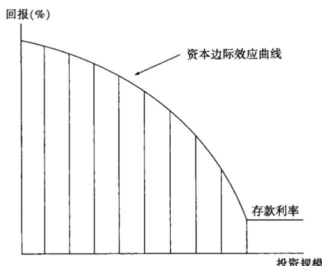


图 7.1 资本边际效应曲线

投资者一般希望找到让自己的钱得到最大回报的公司。这实际上不是一项简单的任务，因为投资者不熟知公司的项目和现金流状况。所以，他们只能参考自己所选择公司的公开财务报表，根据其过去的业绩和已知的现状对公司的未来利润状况和现金流进行科学的分析和预测。

因为高速增长公司的股票特点是高净资产收益率，那高净资产收益率是否就能满足价值型投资者的愿望呢？如果其他条件都是一样的，答案就是肯定的。高净资产回报率能够满足高分红比例和高留存收益的需求，这就意味着高增长率。但是其他条件相同的情形很少。高净资产收益率股票的特点是掌握着大量账面价值的溢价，它的第一个缺点是红利远低于股息分配率。一家公司的增长速度不可能达到再投资率理论上带来的增长。为什么会出现这种情况呢？这就需要靠边际资本收益率这一理论来解释：第一个 1% 的资本投资可以带来高于 1% 的增长率，但最后一个 1% 的再投资可能只能带来低于 1% 的增长率。

表 7.1 所示的 2002 年 2 月 8 日可口可乐公司的价值分析可以表明这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表7.1 可口可乐公司1997～2002年统计数据 （单位：美元）

年份	1997	1998	1999	2000	2001	2002
每股销售收入	7.64	7.63	8.01	8.23	7.06	7.92
每股“现金流”	1.92	1.69	1.63	1.79	1.92	1.99
每股收益	1.64	1.42	1.30	1.48	1.60	1.66
每股股息	0.56	0.60	0.64	0.88	0.72	0.80
每股账面价值	2.96	3.41	3.85	3.75	4.57	4.78
股票数量（百万）	2 470.6	2 465.5	2 471.6	2 484.8	2 486.2	2 471.0
股票价格（年中低点）	50.0	53.6	47.3	42.9	42.4	42.9
总市值（百万）	123 530	132 151	116 907	106 598	105 415	106 006
市盈率（倍）	30.5	37.7	36.4	29.0	26.5	25.8
市净率（倍）	16.9	15.7	12.3	11.4	9.3	9.0
股息收益率	1.1%	1.1%	1.4%	2.1%	1.7%	1.9%
销售收入（百万）	18 868	18 813	19 805	20 458	17 545	19 564
折旧（百万）	626	645	792	773	803	806
净利润（百万）	4 129	3 533	3 233	3 669	3 979	4 134
营运资金（百万）	－1 410	－2 260	－3 376	－2 701	－1 258	11
长期负债（百万）	801	687	854	835	1 220	2 700
所有者权益（百万）	7 311	8 403	9 513	9 316	11 365	11 800
资产收益率	51.2%	39.1%	31.5%	36.4%	31.9%	29.1%
净资产收益率	56.5%	42.0%	34.0%	39.4%	35.0%	35.0%
再投资率	37.3%	24.4%	17.3%	21.3%	19.3%	18.2%
股息派发率	19.2%	17.6%	16.7%	18.1%	15.8%	16.8%
留存收益率	66%	58%	51%	54%	55%	52%
股利支付率	34%	42%	49%	46%	45%	48%

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点。该公司的净资产收益率高于30%，但是股价与账面价值比率（P/B）只高于10%。可口可乐保留了其盈利的60%作为留存收益，从而使留存收益的再投资率达到了20%。而且可口可乐拿出了大约40%的盈利作为股息分配，从而使股息分配率达到了10%以上。这部分股息分配可以看出是由净资产回报减去再投资得到的。但是从左侧年增长率的数据可以看出，历史和未来预期增长率都低于再投资率，或者理论增长率。值得注意的是，股息收益率也刚刚高于1%，只占到股息分配率的一部分，这也是缘于股价与账面价值比率比较高的原因。所以，投资者并没有从可口可乐的高净资产收益率中得到完全的好处。

总之，成长型股票相比价值型股票更容易受到盈利达不到预期的影响，因为这种类型的公司在资本边际效应曲线上运营。这里有一个主要的假设，就是靠投资驱动的增长会沿曲线的最边缘持续下去，收益递减规律不发生作用。如果这种公司的利润率被迫沿资本边际效应曲线移至下一等级，就会产生令人失望的收益从而重挫股票。但是，净资产收益率低于平均水平，从而期望值也低于平均水平的公司的股票往往会让人感到惊喜。一个几乎无法避免的事实是：净资产收益率处于平均水平或略高于平均水平的公司一般不会让人有太多期待。最终结果是：高净资产收益率和分析人士的普遍预期推高了股价。

格雷厄姆和多德的价值评估基本理论

让我们由基于资产价值的格雷厄姆和多德的分析方式入手。资产的价值判断最简单的方式是看其账面价值，也就是没有优先股时的净值或者每股股东权益。（如果存在优先股，可以从净值里减掉这一部分得到普通股的净值。）这一数据是公司投入的或留存的资产总额。这是对资产的一个保守估计，因为没有把特许经营、持续经营价值、知识产权或其他无形资产（除去购买其他公司的商誉）等包括在内。格雷厄姆和多德建议，购买股票时要基于股价和每股净资产的关系而不去考虑资产收益。虽然这种观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点有一些缺陷，但他们找到了一种在资产收益率正常的情况下研究问题的有效方法。在讨论完他们的研究方法之后，我们会尝试计算总资产和净资产的收益率，并把这些收益率同投资价值联系起来。

资产可以靠发股或发债来筹集，公司的债务应该看做房产的抵押贷款，如果你打算用10万美元现金购买一栋房子，房子的价值贬值到7万美元（在20世纪大部分时间里这种情况并不少见），房主的资产就会贬值30%。这种情况下，如果你是这位房主，你就会体验到财产损失的痛苦，但是这时你绝不会到损失全部资产的地步，实际上你可能还会有足够的剩余资产让你得到房产抵押贷款，从而帮助你渡过难关。但是如果你是用20%的现金、80%的贷款这种一般被认为比较谨慎的投资安排，当房子的价值降低30%时，房主的资产就会一无所有。这时你就会搬出房子并处理掉它，而且卖房子的钱你一分也得不到。（实际上，很多房产抵押协议规定，房产抵押人还要担负房产销售价格和抵押贷款金额之间的差额损失）。

因为公司的真实价值，即所谓企业价值，是其所有资产和负债的市场价值，并不仅仅是其净资产的市场价值，一个负债较重的公司可以说是背负很大的抵押贷款在运营。当公司财富一路上扬时一切都会很好，因为占比较少的股东权益会因为使用大量的财务杠杆而得到放大。但是，一旦情况恶化，资产价值就会大幅缩水，具有过多债务和较少股东权益的公司就会给投资者带来灾难。沃伦·巴菲特曾把大量负债的公司运营比做开着一辆轮胎里藏有刀子的汽车。这把刀一方面是对司机的提醒，另一方面是对管理者的提醒，一旦路面上出现一个洞，二者都会面临严重的甚至致命的后果。

杠杆操作可以说是一项微妙的事情，因为有些杠杆操作形式会比其他形式担负更多的责任。最危险的杠杆操作形式是银行贷款，理论上是活期贷款。借款人往往会忽略这一风险，因为还款很少是强制执行的。但当金融市场崩溃时，借款人会得到严厉的提醒令其及时归还贷款。实际上，这种情形在日本已经开始发生。同等危险的是商业票据，这种票据通常是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些公司出售给其他公司的。商业票据一般被认为可以展期，但是事情往往并不是这样的，正如很多发行人在1990年信用危机时体会到的那样。负担稍轻一些的是递延税款，原因很简单：如果公司不能盈利，它不但可以不用缴纳大部分税，而且可能在许多情况下得到以前所缴税款的现金返还，或者取消已经登记但未实际缴纳的递延税金。如果这些选择都不行的话，那些赔钱的公司可以把经营损失延后几年来抵消未来的盈利。在迫不得已时，公司也可以把净经营损失出售给关联方。

实际上，如果普通股因公司债务过多而受影响，而且优先权高于股票的债券有足够有吸引力的收益，债券就有可能代替股票。在违约情形下，股权人会被迫撤离（或者把持股比例大幅降低，从而把优先权让给债券持有人，债券持有人便成为权益资产持有者）。在这种情形发生之前，债券的收益率会达到与股票收益相当的10%或更高的水平。这种公司的股票会具有一些风险证券的特征，比如期权和认股权证。这些证券有效地代表着公司未来的状况，而不是现在价值的体现。除非特别机敏和职业的投资者，否则这样的风险太大了。在这种情形下，要得到与股票收益一样高的回报，途径是债权而不是股权，同时还要注意债券的等级。投资债券最主要的目的是得到比所有股权形式都要高的安全性。

当购买营运资金占公司市值很大比例的公司的股票时，你必须仔细观察每个科目。如果营运资金主要是由可收回款项、现金和可供出售金融资产等构成就最好了，因为这些都是可以给股票持有人分发的流动性资产。你必须非常小心高库存的公司，尤其是库存在不断增长的公司。在负债一边，我们希望看到的是低水平的应付款和短期负债。

在存货方面，原材料的库存是最好的。如果有大量半成品或成品库存，这可能是麻烦的征兆。原材料一般都可以按接近于购买价售出。而成品库存中不但包含了原材料的价格，而且还包括人工费和其他费用支出。如果产成品库存不能出售给最终用户的话，就不得不按废料的价格赔本出售。在这种情形下成品的成本虽然很高，但其售价可能还不如没有经过加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工的原材料的价格。如果公司打算发行新的长期债务，甚至更糟糕的是短期债务来为高库存买单，就尤为危险了。随着准时制在库存管理中的应用和发展，高库存可能是管理无能的表现。

格雷厄姆和多德建议，除了购买股票要低于其账面价值外，最好还要低于其净营运资金，也就是说低于流动资产减去流动负债的价值。这样你所支付的仅仅是流动资产的价值。在某些高度安全的特殊情况下，净营运资金有可能还会超过股票的账面价值和长期负债之和，因为公司的企业价值等于其资产和负债的总市值之和减去流动资产，在这种情况下企业价值就会为零。购买这样高度安全的股票被称为净买（buying net - net）。

1965 年，沃伦·巴菲特用低于每股 17 美元的账面价值，但稍高于其净营运资金的价格购得了伯克希尔公司的控制权，他认为自己几乎没花什么代价就得到了该公司的纺织品业务。但实际上这是个错误的判断，因为来自国外的竞争，纺织品业务的价值降到了零甚至更低。但最后，巴菲特还是通过成功的杠杆操作转危为安，因为他当选为董事会主席后把 70% 的公司控股权转变成了 100% 的资产控制权。通过变现大部分营运资金项目并严格控制纺织品方面的投资，巴菲特实际上获得了大量资产并将其转换为其他更有效的投资。

账面价值是有形资产的理想代表，有些公司常常通过支付账面价值溢价收购其他公司无形资产，而形成自己公司巨大的账面价值。如果我们在评估时对这些无形资产不打折扣的话，公司所收购的无形资产必须保证是优质的。这样的购买可能不同于购买可口可乐珍贵的特许经营权，这时的无形资产必须有等同于甚至高于同样价格有形资产的经济价值。所以我们在评估企业价值时，不管资产收益率是高或低，都会允许把无形资产包括到账面价值中去。

因为坚信股票也应该像债券那样来买，格雷厄姆和多德要求在买股票的时候公司的损益表要很好，并且价格要有折扣。他们假设所有的公司都会将大部分收益作为股息来派发（而这是那个时代的惯例），而且这些收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益也一般足以支付股息。在下个部分，我们将用苛刻的标准衡量公司的“支付能力”，及其对于股票回报的含义。第八章将研讨如何选择那些价值主要由股息所体现的股票。

账外资产和负债的典型例子

有时资产负债表的账面价值严重低估了公司资产的实际价值。这时依据账面价值购买的股票依然符合格雷厄姆和多德的理论。

以石油公司为例，年报中所列的账面价值肯定是资产价值的最小数额。证券交易委员会要求公司评估石油公司所谓的净现值。评估首先是基于已证明的和可能的储量及年底时的现行价格。评估实物资产则是依据工程标准；未来产量是预测得出的，并乘以现行价格，但相关的生产成本却剔除在外；得出的盈利按 10% 的折现率折现，最后得出的是税前数据，如果潜在的收购者是靠负债购买，需要扣除相应的利息支出。石油储量的净现值会高于用于生产的固定资产的价值，因为固定资产的折旧会计入现金流量的计算中。

价值线公司对埃克森 1983 年 1 月的报告说明了这一点，通过该报告可以推算出经过石油储量调整后的账面价值是每股 52 美元。相比较来说，未经调整的账面资产净值为 35 美元，所以油田储量占到了每股 17 美元。对于当时每股 20 多美元的股价来说，股票只卖到了大概其资产价值的一半。

额外的资产价值有什么特殊的意义呢？1982 年埃克森每股收益为 3.1 美元，并支付了每股 3 美元的股息。所以看起来每股收益勉强高于每股股息，所以人们担心公司会削减股息的分配。基于每股 3.1 美元的收益和每股 35 美元的账面价值，净资产收益率为 3.1/35，即稍稍低于 9%。如果从每股资产的真实价值 52 美元而不是 35 美元来看，投资者可能更愿意购买债券。经过重新计算的净资产收益率会被稀释到 3.1/52，即勉强达到 6%。因为每股实际资产价值比账面价值高 17 美元，这里可能有资产价值增值部分没有体现在损益表之中。假如，我们认为资产价值溢价每十年可以翻一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

番或者说按每年7%的复利增长，那么从17美元中提取7%，即1.2美元，也就是说有大约每股1.2美元的“收益”没有在账面中体现，而是隐藏在资产的价值增长中。如果事实真是这样的话，埃克森1982年的每股真实收益大概为4美元多一点，而不是报告上的3.1美元每股。大致的净资产收益率应当为4.3/52或者说刚刚超过8%。正如人们所想的那样，以特别高的账面资产价值为基础计算会得出比较低的收益率。所以实际资产的累积会大大改善以真实资产为基础的收益，同时又不会稀释以较高资产价值计算的收益。总之，一个能认识到这一点的投资者会赚到更多的钱。

让我们来看另一种情形。飞利浦电器在90年代后期大部分时间里，都是在接近于其账面价值的情况下经营。它不但控制了自己的运营活动，还投资于宝丽金唱片公司、ASM Lithography半导体和台湾半导体公司。所有这些公司都是上市公司。我们首先要做的是评估飞利浦公司在这三家公司投资的市场价值，然后以此与其投资成本相比较，得出的差额应当加总到其账面价值中去，以得到其资产价值。这一想法产生于1998年飞利浦出售了其在宝丽金的股权时，所得利益暂时提高了其1998年秋天时的账面价值。

另一个例子是西尔斯百货，这家公司宣布从好事达保险公司（Allstate）脱离以便重新专注于其零售业的经营。当时的做法是发行每81股好事达保险的股票来置换100股西尔斯的股票。1995年一项研究报告指出，当时西尔斯的价格合理，但好事达保险的价格高估了。如果你买入100股西尔斯的股票，然后卖空即将发行的81股好事达保险，你就会赚到西尔斯零售经营8倍的利润。这就是格雷厄姆和多德风格的投资操作。

我们进一步说明这一点。在1995年中期，西格拉姆（Seagram）的股价为29美元每股，每股账面价值为14美元。公司同时持有杜邦公司的股票，每股税前价值为15美元（税后为10美元每股）。西格拉姆决定出售杜邦公司的股票，后来这一做法使其每股账面价值升至税后每股24美元。这成就了一个潜在的有趣的投资故事。西格拉姆用出售杜邦公司的所得从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本的三菱公司收购环球影城。后者因其在日本环球影城和自身核心业务的运营二者都存在问题也愿意出售，所以西格拉姆的收购价格为 70 亿美元，这比其他相似类型的资产要价要少 10 亿美元。在这种情况下，我反对购买西格拉姆的股票，虽然环球影城的收购从技术上看是非常出色的，并且当时对于娱乐项目的投资热潮风行一时，但支付这样高的价格来购买娱乐资产似乎不稳健，因为这些资产有可能很快贬值。保守的投资者可能更愿意西格拉姆去投资于自己酒类方面的核心业务，或者更好的是重新购买股票。事实上，西格拉姆花了好几年的时间，经过多次重组并最终把环球影城出售给法国的威望迪公司（Vivendi Media）才从市场上得到回报。后来的事实证明，杜邦公司的股票在接下来两年半的时间里升值了一倍。如果西格拉姆保留杜邦公司股票的话，其每股资产价值会升至 35 美元以上。西格拉姆在娱乐方面的投资可以说是不出色的，其股价很长一段时间在 30 美元出头徘徊。

负债也可能与资产负债表上的数字不同，这种情况在资本密集型的公司身上尤为突出。比如公司可能拥有大量的租赁资产，这实际上等于负债。所谓的资本租赁被认为是负债，并在资产负债表上加以反映。但是短期的经营性租赁并没有这样去反映，如果公司的运营依赖于这些短期租赁，支付利息和本金的压力就会非常大。

另一项重要的负债是未付退休人员医保费。理论上，这种负债应该是发生时即支付，但通常的做法是人走时才支付。权责发生制下的负债数额和实际支付数额之间的差额是保险精算统计出的假设。如果统计金额过于乐观的话，公司的处境就不妙了。美国的汽车公司的这种趋势就是一例。直到 90 年代初期，汽车企业都是按账面价值打很大折扣出售的，但从 1991 年开始企业被强制支付退休福利费用，这项费用占去了很大一部分账面价值；所有以前按照账面折价购买的股票现在变成了溢价。这项调整提高了资产收益率，但过去和未来的盈利也要向下调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净资产收益率奇高的典型例子

读者可能会问："一个企业会不会因为净资产收益率非常高（比方说超过20%）而卖出高于其账面价值几倍的价格？"从定义上讲，高净资产收益率就意味着高增长，如果这一比率能够保持的话，此类企业可以称做快速成长企业或具有投资前景企业。在很多时候，股东的资产会因为大量的股息分配而削减，在第八章我们将讨论如何调整因股息分配而变化的账面价值。但对于英特尔和微软这样的企业来说，这一点可以不必考虑在内，因为前者只支付了普通水平的股息，而后者直至2003年以前从未进行过股息分配。

格雷厄姆和多德会对支付高于账面价值几倍的代价去收购高成长或高净资产收益率企业持怀疑态度。我们也会持此态度，但不会像这两位价值投资的先驱怀疑程度那样深。因为当净资产收益率足够高时，我们允许自己支付比账面价值高的溢价。在评估净资产收益率高的股票时，我们会提出自己的修正方法。基于多年大量的理论研究和实践检验，笔者分别提出下面对于净资产收益率低于15%和高于15%的公司评估公式：

$$投资价值（价格）= 账面价值（净资产收益率 < 15\%）$$

$$修正的投资价值 = 账面价值 \times (净资产收益率/15\%)^2$$

$$（净资产收益率 > 15\%）$$

值得注意的是，设定比较高的门槛收益率（15%）的前提是不把溢价部分计入账面价值。之所以这样要求，是为了把非常好的公司过滤出来。较高的净资产收益率可以从两个方面有所帮助：即通过高增长率和由此产生的股票价格增长。比如净资产收益率是21.2%，那么21.2%除以15%的平方等于2。换句话说，我们如果要支付2倍于账面价值的价格去进行某项收购的话，被收购方的净资产收益率需要达到21.2%才能让我们感到安全些。如果净资产收益率达到了26%，就需要支付3倍于账面价值的代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价，净资产收益率为 30% 时就需要 4 倍于账面价值的代价。

但这样高的净资产收益率并不一定保证会持续下去，也不能肯定会带来高的盈利增长。第一个原因是资本的边际效应，高的净资产收益率不一定带来相应的高增长率。事实上高净资产收益率也不能长期保持，除非公司用相当大比例的盈利来支付股息。可口可乐公司就是一个例子，该公司把 2/3 的盈利用来支付股息以保持它非常高的净资产收益率。但这样做的后果是降低了留存收益率，从而也降低了增长率。

第二个原因是，高净资产收益率为企业保持高于平均水平的增长提供了安全边际。除进行了不恰当的安全操作，否则高净资产收益率是企业潜在的商业价值具有吸引力的自然表现。所以，管理层可以适度通过股息政策的调整和适度债务杠杆的使用来调整增长率。

从格雷厄姆和多德的分析，可以得出高科技股是最具潜力的投资领域之一。实际上，此类分析的这两位先驱一开始是对科技股持怀疑态度的，因为这是一个他们（包括他们最得意的助手巴菲特）最不易把握的领域。高科技公司的财富和资产是出了名的不稳定，但正是这种不稳定性往往很快就使资产升值。在不得不选择投资对象时，我们宁愿冒险投资于一个能迅速改头换面的企业，因为这样成功的可能性更大一些。许多科技股符合我们的要求，有几只甚至符合格雷厄姆和多德更传统的选股要求。

90 年代时期的 IBM 就是典型的例子。作为一只长久的成长股，到 20 世纪最后 10 年时 IBM 成为一只非常有价值的股票。几乎没有人相信它的股价会低于其账面价值，但事实就是如此。公司开始寻求转变，虽然这家公司在一些产品上的领导地位被一些年轻的渴求发展的公司所代替，但它通过努力使自己重新成为市场主流并达到了市场平均盈利水平。这使其股价也回到了大大高于其账面价值的水平。

作为金融交易的中枢，华尔街长期以来都不能确定信息技术类股票是属于商品股还是成长股，他们对此犹豫了很久。这类股票既包括电脑生产商和诸如构成电脑心脏的芯片等配件生产商，也包括使电脑得以运行的软

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件生产商。此外，先进的通信技术却失去了科技的标签。这类股票实际上是二者的混合，被称为商品类成长股或周期类成长股。从长远来看，至少这类股票前景要好于汽车、化工类等完全周期类股票（这些在过去也称得上是高科技股）。在进行比较评估的时候，高科技股的价格比汽车、化工类股票更有吸引力。但在这个世纪之交时却很少是这样（当时正值科技股泡沫破裂）。

因为科技公司运营中的不确定性太大，所以这些公司的负债一般低于平均水平，这按格雷厄姆和多德选股法则看是很有吸引力的一个方面。在应用这一法则时要注意一些特殊情况，因为高科技公司有可能同时陷入高运营风险和高财务风险的境地，这可能是公司运营不畅的表现。

科技股具有很高的净资产收益率比率，这是靠长期15%～16%的行业增长率来支撑的。可是直到20世纪90年代中期，这些股票的市盈率却很低，可能只有个位数的水平，这一数字反映了后续的增长率并不看好。这些公司一般很少或完全不派发股息，所以其股票价格没有得到股息的支撑，现金被当做留存收益从资产负债表上反映出来，有时其数额是巨大的。当时最富有的一些公司都是高科技企业，其中就包括微软。资本的使用率低得令人吃惊，这样的公司的想法就是用技术换资金。

值得注意的一点是，高科技股因为有高回报的预期，一般会吸引权益投资。这些新注入的资本为现有的股东提供了安全性。实际上，这些资金流入使账面价值增长速度超过了企业盈利所带来的增长速度。从第二章我们对于股东权益变动表的讨论可以得出企业盈利和账面的关系，用下面的式子表示：

最终账面价值＝最初账面价值＋盈利－股息

或　盈利＝最终账面价值－最初账面价值＋股息

如果股票的数量不发生变化并且没有发生会计调整，这种等式关系是成立的。我们利用这一关系来衡量新股票按高于账面价值发行时的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果新股按高于账面价值的价格发行，最终的账面价值会因发行带来的溢价而升高，从而为原始股东创造“股息”和多余的“盈利”。定期按溢价发行新股的公司，其每股账面价值的变化会高于每股收益的变化。

举一个这方面的典型例子。如表 7.2 所示，是价值线公司提供的 2000 年 7 月 21 日 Tech Data 公司的报告。在 1997 财年年底，公司的每股账面价值是 14.56 美元，在接下来的财年里，即 1998 财年，公司每股盈利 2.29 美元。从理论上讲，最终账面价值应该为每股 14.56 + 2.29 − 0.00 = 16.85 美元，但实际上最终账面价值为 18.93，高出了 2 美元多。这是因为在此期间，公司按照溢价发行了近 300 万美元的新股。同样的事情发生在此前许多年，表 7.2 中数据显示，在过去 10 年多的时间，它的年增长率要高于收益增长率。

表 7.2　1993～1999 年科技信息公司每股盈利与账面价值变化对比

年份	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
年初每股账面价值	3.7	5.84	6.90	7.56	10.13	14.56	18.93
年末每股账面价值	5.84	6.90	7.56	10.13	14.56	18.93	19.41
每股账面价值变动	2.14	1.06	0.66	2.57	4.43	4.37	0.48
每股盈利	0.83	0.91	0.56	1.35	1.92	2.29	2.34
股数（百万）	36.55	37.81	37.81	43.29	48.27	51.10	52.23
股票价格（年最低价）	10.6	14.00	8.30	12.50	19.80	33.80	14.50
股价/账面价值比率	1.8	2.0	1.1	1.2	1.4	1.8	0.7

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

在第一次或第二次对新股东的招股说明书中这一关系会加以说明。下面这些项目的数据会列示出来：最初账面价值、申购价格、由于新股价格高于老股东持有价格而对新股东的股权稀释。这就是为什么公司成立之初“内部人”会富有起来，而且如果公司不断发行新股，早期的外部投资者也会从中受益。所以通过这种方式，高净资产收益率最终会带来账面价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的增长。账面价值会因新股发行而增长，实际上一些账外资产的获得也会大大提高账面价值，比如说商誉。

公司还可以不失时机地买入或卖出股票，这样股票价格的波动可以为公司带来利益。一个行动迅速并且市净率（股价/账面价）比较低的公司可以仅仅通过在股价低于账面价值时买回股票，然后在市净率升高后按溢价卖出股票，来获得稳定的增长和每股账面价值的增长。用账面价值比用盈利状况来衡量企业价值，更具稳定性，因为盈利仅仅反映了账面价值变化的一个主要方面。正因如此，一些诸如巴菲特这样的投资大师经常靠公司账面价值的增长能力来评判公司。

当股票投资是基于账面价值或资产价值时，它就很类似于债券投资了，因为此时股票有资产，特别是流动资产作为保障，至少收回本金是没有问题的。如股票还能获得不菲的股息收益，就有了可转债的特点。这样的股票既能像债券那样在形势不利的时候有稳定的收益和回报，又能在形势有利的时候获得资本利得。

周期性股票盈利不稳定性的一般范例

周期性股票不稳定的特点来自两股经济力量：第一是因为对于石油、钢铁和汽车的需求不稳定，第二是周期性行业特点是高固定成本、低可变成本。在周期性行业中建立新工厂的成本很高，一旦建成，最好的策略是在低变动成本、高贡献率（售价与变动成本之差）的基础上大量销售，以此来消化价格高昂的固定成本。正因如此，在周期高峰净资产收益率会非常高。这时新竞争者会受高回报吸引而加入，而现有制造者却没有什么防守壁垒。这在某种程度上形成了一种极好和极差的盈利状况。所以对这种生产企业应以其平均状况进行评估，而不是在周期高峰时或以一时盈利进行评价。对周期性企业评价的问题是在高峰时净资产收益率很高，从而对于盈利潜在增长的期望过高。

衡量周期性股票最有效的工具可能不是盈利状况，而是净资产收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率。在景气年份周期，企业能挣到很高的净资产收益率，可能达到30%或更高。但是，在不景气的年份，资产收益率可能为零甚至为负。所以，简单地利用直线性趋势分析方法对于周期性行业来说是不适用的，这种方法可能只能用于分析食品或公用事业企业。如果某人利用历史数据作为指导进行分析，所取时间必须足够长，至少要用5年的时间，最好是10年或15年。只有认真研究公司过去盈利情况，并把公司年份好和年份不好的平均经营状况计算在内，才能对公司的未来状况进行恰当的评估。在任何情况下，我们都不能在企业的整个商业周期内采用接近于20%的净资产收益率来进行计算，如果保守一点的话，用接近于10%的比率计算也不为过。由于大多数公司对收益都会留存（仅此一点就会使公司收益过一段时间就会出现增长），我们更倾向于采用平均净资产收益率作为最好的指标，来计算公司通常情况下的盈利能力，而不是平均收益。

周期性的公司实际上可以不必进行太多的再投资，以作为对低回报率的补偿。需求随着时间增长缓慢但却连续，如果没有新供应商进入的话，价格也应同步增长。但是，如果整个产业内的投资过度，就会造成供应的增长速度快于需求的增长速度，从而导致价格下跌。这会影响到所有公司，不只是进行过度投资的公司。但是，那些具有高比例固定资产的公司受到的伤害比流动性强的公司更大。实际上，对于属于周期性行业的公司来说，最好的方式是对股东有一个很好的股息分配措施，这样股东就可以用更小的代价更好地参与周期性变化的产业。总之，在整个商业周期内，周期性的企业满足股东回报的最好方式，可能就是较少的再投资与大量的现金股息分配。

投资于周期性行业的第一法则是保守，这样就能保证后加入的公司不会造成产能过剩。因为此时产能的扩张受制于其投资内部报酬的增长，而投资内部报酬的增长取决于需求，需求同时也是盈利的来源。

对于资产价值的分析可以使投资者在对科技股和周期性股票的投资时相对安全些。对于一些盈利不确定或周期变化大的企业来说，这种做法是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对投资的一种保护，更不用说那些股票价格高出资产价值数倍，同时高回报状况又不具延续性的网络公司了。

净资产收益率是现在投资者考虑最多的、衡量盈利增长是否合理的检验方法。每个人都知道，如果在较低的基数上盈利率增长会很快，同样道理，净资产收益率在个位数的基础上可能也会增长很快，从而给人盈利迅速增长的感觉。在行业复苏时，一家公司可以靠成倍提高其净资产收益率来“增长”其每股盈利。如果一家公司每股账面价值为 50 美元，第一年每股盈利 2 美元，则其净资产收益率为 2/50，即 4%。假设每股股息分配也为 2 美元，则第一年的盈利都分发出去，每股账面价值仍为 50 美元。第二年，盈利增长一倍，变为每股 4 美元，这时盈利增长迅猛，但净资产收益率也仅仅是普通的 8% 的水平。每股盈利和净资产收益率之所以能够在一年内成倍增长，正是因为它基于一个较低的基数。（如果第一年的盈利中有一部分留存，从而使第二年每股账面价值高于 50 美元，上面的结果会稍有不同，但其原理是相同的。）

假设第二年所有的盈利都作为股息发放出去，那如果每股盈利再次增长一倍会发生什么情况呢？净资产收益率也会再次增长一倍，成为比较健康的 16% 的水平。第一次净资产收益率从 4% 到 8% 的翻番是最简单的，而且第二次也是可以做到的，但净资产收益率不会继续成倍增长到 32%、64% 并这样延续下去。经过在较低基础上的一两次翻倍后净资产收益率很可能在百分之十几，甚至接近于 10% 的水平上停顿下来。就像树不能长到天空那么高，净资产收益率的水平也有一定的限度。价值型投资者总是能够意识到这一点，在 20 世纪和 21 世纪之交时，那些不成熟的投资者却忽视了这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

对股息价值的观察

在最后的分析中，我们认为投资股票的目的是为了获得稳定的股息收入，一是因为你可以获得股息收入本身，二是因为随着股息的增加和对于现有投资的重新评估，你可以获得资本利得。股息是总体回报中重要的组成部分，过去时间里股票的平均回报率为每年11%。在这11%里，只有大约4%反映了通货膨胀，2%是股票价值的真实增长，而有几乎5%或者说近一半的增长来自股息的分配。本章首先讨论一些传统的股息分配理论，然后我们将以自己的价值投资模型作为结尾，这一模型融合了股息价值和公司账面价值，同时展示了盈利是怎样对这一过程作出贡献的。

具有良好的股息支付水平的高质量股票一般比债券更具有吸引力。固定收入只是一种稳定的收入，但是股息会随着利润的增长而增长。这就是为什么格雷厄姆和多德对于股息的要求只有AAA债券的2/3。股票生息率就是用股息除以股价得出的。如果股息增长，那么到某一个时候，股票生息率将超过债券收益。

还有另外一些原因使得股票比较有吸引力。第一，如果股息占到了盈利中的一大部分，投资者可以比较确信自己的盈利是实实在在的。第二，在20世纪，美国的公司因不愿意取消股息支付而出名（即使有时应该这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样做）。相反，这些公司通过保持或提高股息支付水平来试图显示自己对股东的忠诚度。股息分配的削减或取消几乎就等同于告诉投资者，这家公司遇到了比较严重的问题或困境。

有关这一点杰拉尔丁·韦斯（Geraldine Weiss）在她那本名为《股息不撒谎》(*Dividends Don't Lie*）的书里作了最有说服力的解释。第一，股息是用现金支付的，与收益不同，它不受权责发生制会计准则和其他一些标准的限制。第二，股息在一定程度上代表着对由公司财务主管决定，并由董事会批准的可分配利润数额最准确的估算。其实这一点是自然而然的，股息分配代表了宣布股息发放的董事会工作的质量。

进行股息支付的股票是最具流动性和交易最活跃的股票。第一，股息可以提供收入来源，投资者不必卖掉股票就可利用股息来进行其他投资。第二，此类股票可以销售给大规模的投资集团，这些投资人投资此类股票比投资相同规模和质量的其他项目更容易获得回报。

当企业增长徘徊不前时，股息支付会上升（通过股价的降低）。在这种情况下，投资者要求通过较高的股息回报（和低市盈率）来补偿增长方面的损失。实际上，当企业增长稳定在较低水平时，较低的股价和较高的股息分配完全可以补偿投资者。而且，如果企业增长率回到原来的水平，要求的股息分配就会降低，从而带来股价的反弹。

到底分配多少股息合适，是一家公司所需要思考的最重要的问题之一。对于利息率，我们都是要求越高越好。与此不同，对于股息我们可以接受多种多样的方案，而唯一不能接受的一个方案是，股息分配政策竟然是在没有考虑到公司具体情况时随意作出的。

股息支付率的衡量

在美国衡量股息支付多少的方法是股息率，它等于股息支付的金额除以净利润。如果不存在优先股（和优先股股息），这一比率就可以简化为普通股每股股息除以每股净利润。这一点与英国的做法相反，在英国是把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利放在分子位置，而把股息放在分母位置。这样在美国的准则下，50%的股息率等同于英国的2倍股息率。

很显然，股息率越高表明股息的安全性越高。对于每年盈利变化很大的具有较强周期性的企业来说，这是一个很好的股息政策。另一种类型的企业股息支付很少，甚至有时不支付股息，这些是再投资资本能带来很高回报的高成长性企业。在这种情况下，股东宁愿企业留存所有收益而不支付股息，而不是让企业借钱来支付股息。

股息支付率一般在40%~50%。60%的股息支付率表明企业开始进入成熟期，说明公司把更多的盈利用来支付股息，而用较少的盈利进行再投资。而一些类似于电力企业等非常成熟的公司拿出80%左右的盈利用于支付优先股和普通股股息，表明投资总回报绝大部分来自股息而不是增长。但是，理论上的股息率并不是主要问题所在，重要的是公司采取什么样的股息支付水平才是最合适的。

格雷厄姆和多德更倾向于较高的股息支付水平。这是因为：第一，股息是实实在在的回报；第二，股息使高派息股票有了债券的特点；第三，公司不能把派发的现金股息进行错误的投资。这样股东就有权力选择是否把股息用来购买更多公司的股票进行再投资。大多数公司不能支撑高水平的再投资，这就会产生一个问题：管理者是否通过资本返还来满足股东利益的最大化？

股息率水平应当与利息率相比较。比如，在日本90年代大部分时间的利率水平是1%左右，所以股息率也在1%或稍高一点，相比现行利息率要好一些。这时日本投资者可以在格雷厄姆和多德的理论基础上进行股票投资，因为1%的收益要比2/3个百分点的AAA级债券的回报多一些。在利息周期的底部时，一些不惧怕股市波动的投资者用0.5%的利息借款购买股息率为0.9%的股票。其间的差额甚至可以支付贷款的利息和本金，所以最终投资者可以免费获得公司的股票。（同样的状况曾发生在二战后的美国。）另外一些投资者用这些钱来购买利率为6%的美国国库券，并从中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得利率差额收益和后来美元对日元反弹的汇兑收益。

股息的增长可以从两个方面得到支撑。股息能够随着盈利的增长而增长，但是，如果管理层按不断增长的股息支付比例进行支付的话，股息增长的速度会高于盈利增长的速度。除非股息率开始很低，否则最好不应该指望有很高的股息支付增长。比如，如果一家公司的股息支付率是25%，并且管理层愿意提高这一比率，你可以很有理由期待经过一段合理时期它会增至40%，但你不能指望这一比率很快从40%增长一倍至80%。

从某种意义上来讲，股息支付率低于平均水平的公司股息支付的增长会高于盈利的增长。你可以期待下面两种状况之一出现：一种是不高的盈利增长和股息支付的提高，另一种是较强的盈利增长和定期的较高股息支付。从中期来看，这两种情况都可以保证股息增长。当然，强劲的盈利增长和不断的股息支付会带来很高的资本利得。

你必须要注意的是，股息分配有可能削减或取消，这可能是经济周期所致，这对于周期性企业来说问题尤为严重。但更多的情况是公司过度使用财务杠杆，这时你不要特别关注高股息分配或低股息分配，你所要注意的是债务利息的状况。如果公司难以支付具有法律义务的债息时，第一位要牺牲的就是付给股东的股息，股息支付只是公司对于投资者道义上的义务，股权人投资索偿的地位任何时候都是低于债权人的。

这种情况发生在20世纪80年代的一些核电企业身上。这些企业同许多其他行业的企业一样大量借债来支撑工厂的建设投资。但是核能是一项具有争议的项目，至少在美国是这样的。所以，核电厂很可能被管理者下令关停。这种情况下，工厂就不能够投入使用，其成本也不能列入其他项目中。所以这项资产会被冲销掉，但负债还和以前一样没有变化，这时只能靠股息的削减来充抵负债。

因为核电厂是运营在稳定商业环境里的股息支付型实体企业，这样典型的股息削减不会超过1/2，或者更为通常的是只有大约1/3。这是因为其压力只是来自于其商业经营的一部分，或者说只是其数家电厂中的一家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（要小心的是公用事业企业或其他类型企业接二连三地作出错误的投资决策。）但是，一旦损益表上的结果由盈利变为亏损，周期性企业会完全取消股息分配，因为这些企业的经营状况完全受商业周期对其产品的影响。

在任何程度上，投资者总是希望投资于稳定的，而不是飘忽不定的股息分配企业。当一家公司常常宣布股息支付，接着削减股息，再接着取消股息时，这家公司不能算是一个进行股息支付的企业。但有些特殊情况下要作具体分析，这种分析不在本书讨论的范围之内，并且这样的投资也不适合格雷厄姆和多德类型的投资者。

股息分配的不同类型

股息分配可以分为三种类型。第一种类型的特点是很低的增长率，这种股票投资几乎可以被认为是债券投资，并且在各种类型中派息率最高。电力、燃气和水务公司一般归入此类企业。

电力企业长时间以来被认为是高回报企业，并且赢得了“适合孤儿寡母投资的企业”声誉。直到二战以前包括二战后的一段时间里，美国的电力和燃气公司的股票是典型的成长型股票。电力市场的扩张历经了整个20世纪上半叶，这段时间里很多美国家庭都没有用上电和集中供暖系统。实际上，把电送到农村地区是20世纪30年代罗斯福新政的主要目的之一。二战以后当大多数家庭用上电以后，婴儿潮的来临又保证了用电人数的增长，到60年代末和70年代初，这些孩子长大成人并开始建立自己的家庭，于是人口爆炸伴随着复杂的家用电器的大量涌现，带来了更多的电力需求。总之，对于电力和燃气的需求增长一直持续到60年代，此时人口统计的有利因素和经济转型突然慢了下来。60年代中期不断增长的通货膨胀可以说是最后一根稻草。直到此时，公用事业企业提供了超过通货膨胀率的稳定增长、大量的股息分配及高度的安全性。总之，这些企业长时间以来对于普通投资者来说是完美的投资对象。

由于公用事业企业所生产的基本商品的价格是由监管者制定的，这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业不能从60年代中期以后世界遭遇的通货膨胀中得到补偿。实际上，迄今为止通货膨胀是由于石油价格和70年代大部分时间里其他燃料的飞涨造成的，公用事业企业受到了成本和价格的双重挤压，再加上需求增长的放缓，这些企业几乎不能提高自己的盈利，经过通货膨胀调整后的利润实际上是下降了。唯一能挽回这类企业股票颜面的是其高派息率，这也是没有什么投资机会的结果。从20世纪60年代中期到90年代中期，公用事业企业的盈利增长被监管者控制在了通货膨胀率以下，这一期间有过较大的和较小的价格调整，生产收益同时获得一定程度的补偿。股息不能完全花掉，因为其中一部分要用来再投资以保持资本收益。

奇怪的是，公用事业企业在90年代末期通货膨胀率大幅降低时重新获得了一些吸引力。虽说增长率大多数情况下局限于2%~3%，通货膨胀率也降到了可以抵消的水平。所以盈利的增长和股价的升高可以让投资在通货膨胀后保持一定的价值。这时股息可以安全地花掉或者进行再投资。当时情况下，现行的4%~5%的股息率要比10年前6%~7%的股息率更具吸引力。

第二种类型的公司，盈利增长缓慢但股息的增长高于盈利的增长，至少有一段时期是这样的。这种类型的公司包括许多标准的重工业企业，其中有汽车企业、化工企业、石油企业和钢铁企业。这些企业受到变化较大的供求平衡的影响，其商品价格也是这样，但是至少不像电力企业那样受到监管者直接的干涉。有两种情形之一会出现，更多情况是周期向上时盈利的增长会追上过去累积的股息的增长。如果情况不是这样，那么公司股票就会被归为第一类股票。

第二十章的30年时间周期理论会具体讲到这种情况。在20世纪70年代商品价格上涨时商品生产企业拥有大量现金，这就会使企业作出不明智的兼并决策。埃克森收购瑞恩电气（Reliance Electric）这一行为就是一个代价为10亿美元的巨大错误。为了避免这样的错误再次发生，管理较好的公司用大量现金来提高股息支付。（埃克森和其他一些公司进行了股票回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购，这种支付现金的行为也被认为几乎等同于股息支付。）这些支付现金的行为在20世纪80年代增长迅速，对商品价格几乎没什么影响，到90年代这一行为稍微缓和了一些，但其增长仍然十分迅速，这就实际上对商品产生了十分糟糕的影响。商品价格在21世前头10年可能会大幅增长，从而使公司找到在过去20年失去的增长根基。如果真是这样的话，股息的增长可能会在接下来的10年中低于盈利的增长。商品生产企业过去曾支付低于1/2盈利作为股息分配的金额，到现在已经增至2/3或者更多。如果盈利继续剧增的话，这一比例可能重新回到低于50%的水平。如果不是，股息率的增长可能会降低到与盈利增长相适应的水平，因为公司已经达到了其支付能力的极限。

这种商品生产企业的股息具有反通货膨胀的能力，因为商品生产企业可以通过提高产品价格来提高利润率和股息率，其价格增长水平至少可以和通货膨胀率持平。在这种情况下，此类股票就有了类似现金工具和债券的特点。具体地讲，当通货膨胀和利率水平升高时，股息率的增长至少可以和通货膨胀率一样快，这就使股票有了现金工具的特点；当通货膨胀率和利率双双下降时（这会影响到盈利的增长），只要股息支付能够持续，股票就会有债券的优点了。股息率的增长会使资本保持稳定，在某些时候还会保持资本的增长。在这种情况下，投资者能够使用大部分或全部的股息，并且仍会预期企业资本能够保存。

其他具有较短商业周期的公司包括银行、食品企业和电话公司等。这些企业的商业周期可能只是持续几年，其股息支付是稳定缓慢增长的，一般按接近10%的速度增长，仅仅是为了平衡每年盈利的变动。

第三类企业是由盈利迅速增长作支撑的股息高速增长企业。这种情况下，股息的增长很可能成为高股价的推动器。只有在非常不利的情况下，股息的增长才不会推高股价。

增长应该始于一个良好的根基。举一个极端的例子。20世纪80年代早期，沃尔玛的股息率只有1%，但其盈利能力和股息增长非常迅速，10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年时间其股息增长了15倍。在高峰时期，其市盈率如此之高以至于其股息率只有0.5%。但同时其增长率降低了，因此，是20世纪90年代早期以前的20～30年，而不是10年，才是真正令它产生理想回报的时期。

类似于沃尔玛这样的公司永远不会是格雷厄姆和多德类型的投资对象。即使如此，格雷厄姆和多德风格的分析方式仍然会对敢于作出这样投资的冒险投资者有很大的借鉴意义。作出这种高风险投资的投资者应该运用格雷厄姆和多德的投资理念，使自己相信自己的投资决策是对的，一般应该不超过3～5年就可以看出自己当初的决策是对是错。投资之后发生的一系列事件应该可以证明自己当初的投资是合算的还是昂贵的，但实际情况，很可能证明当初的投资代价过于高昂。毕竟，“一鸟在手，胜于双鸟在林”的谚语对于这些投资者来说是再有用不过了。

有时，购买一个高股息分配且成长迅速的公司的股票可能却在合理的价值衡量尺度下出现下跌。这方面的案例出现在1992年克林顿当选总统后美国大型制药企业的股市表现上。因为所谓的“希拉里效应”显现，这些企业的股票大幅下跌。希拉里效应是指人们普遍认为那位十分健谈的常常抛头露面的第一夫人会以改革的名义全面改革美国医疗保险法规。

股息的安全性

在格雷厄姆和多德的投资风格中，股息的安全性或可持续性同股息的金额大小等特点一样重要。基于过去的分配记录，股息的支付是否能保持目前的水平？或者公司形势变好时，股息能否多一些？这都是需要认真思考的问题。第二，要关注资产负债表的质量。如果这里存在企业盈利能力减弱的情况，那么企业是否还能够支付股息和必要的资本支出？第三，EBIT（息税前收益）是否能够很好地覆盖优先权高于股权人的债权人的利息支出？如果公司在债券利息的支付上存在困难，第一个要牺牲的就是股息。第四，盈利是否能足够覆盖股息的支付。这个问题比前几个更前瞻。未来一两年的不景气可能能够顺利度过，但如果盈利状况长期惨淡，很可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能造成管理层对股息的削减以使资产负债表更好看一些。

1992～1993年的制药企业能够通过所有以上这些检验。其股息率达到了5%，远高于市场3%的平均水平，除了公用事业企业外，高于其他绝大部分企业。同时，大多数企业开始施行成本削减策略来挽救困难时期的盈利水平。实际上，如果价格合适的话，应该购买高质量的股票，其标志就是非常高的股息率。(同样，价格过高的标志是非常低的股息率。）这一段时间可以说是历史上投资制药企业的唯一一次良机。

第一，股息的增长已经有大概40年的历史，制药企业的股息支付情况在20世纪大部分时间里属于良好类型。第二，几乎所有的大型制药企业都有一份良好的资产负债表，这就表明这些企业有良好的风险等级，其等级为1（高度安全）和2（安全度高于平均水平）；财务实力等级状况为A或者更高；利息覆盖率非常健康，有时甚至达到了100倍以上。股息覆盖率虽然没有前者突出，但也完全能够满足要求。对于保守一点的投资资金来说，没有比投资此类股票更理想的了，即使是公用事业企业。

但是人们的疑问越来越大。即使没有希拉里效应的影响，制药企业的增长也至少降低到了工业企业的平均水平。由于盈利水平高和过去良好的财务特征等因素对于制药企业来说都是利好的因素，即使其盈利暂时低于电力企业几个百分点，其盈利增长和股息增长的前景也要高于电力企业大约3%～4%。至少过去以来应该有很多注重收益的投资者从公用事业企业转投制药企业。

因为历史上大量的股息支付，制药企业的股价中资产所占的比重要较其他典型的工业企业少一些。但制药企业的高净资产收益率完全能够弥补这一点。许多制药企业都能够经受本章末尾将要讨论的“调整的投资价值”的检验。(不巧的是，这一检验方法当时不可用，所以没能及时说明医药股有多么便宜。）如果能有机会重新选择的话，作者可能会绕过相对来说比较贵的默克，而更多投资于惠氏和百时美施贵宝。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股息评估的实践者

现在我们介绍其他两种利用股息进行价值评估的方法。它们是“股息价值波段理论”，这一理论是杰拉尔丁·韦斯发明的；以及“道琼斯指数内的狗股”理论（也被称为“道琼斯股票中的黑五类”理论——译者注），它是迈克尔·奥希金斯（Michael O'Higgins）发明的。

股息波段理论是杰拉尔丁·韦斯在其《股息不撒谎》里提出的。这些波段适用于个股的分析并由个股过去的股息联系起来。（股息率越高的股票越有价值。）所以，3%的股息率对于迅速成长的股票来说是低估了，但对于增长缓慢的企业来说是高估了。其技巧是在接近谷底时买入而在接近顶峰时卖出。这种方法也可以用在盈利分析上，尤其是市盈率（P/E）。（比如在市盈率为10倍时买入某股票，然后在市盈率为20倍时卖出。）但韦斯，同时包括格雷厄姆和多德在内，相信在价值分析中股息指标比盈利指标更可靠。

韦斯的理论是蓝筹股战略的本质。具有购买资格的股票应该有20～30年或更长时间的股息分配史。至少股息分配的年数要能够建立高低不等的价值波段。

韦斯的书写于1987年，所以有些例子似乎过时了，但有一个例子可以说明他的方法。截至1996年的前10年时间里，菲利普·莫里斯（现在更名为奥驰亚）的股票的股息率高达5%以上，这一数字是基于表8.1所示的低股价时3%的股息率和高股价时的股息率综合折算得出的。请注意标注“卖出”的是高股价时的年份，在1990年、1991年和1992年，其股价分别高达51.8美元、81.8美元和86.6美元，相应的股息率分别为3%、2.3%和2.7%。但“买入”的机会出现在1993年、1994年和1995年，基于其比较低的价格45美元、47.3美元和55.9美元，其相应的股息率为5.8%、6.4%和6.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.1　菲利普·莫里斯公司 1987～1996 年股价与股息关系　（单位：美元）

年份	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
最高股价	10.4	8.5	15.3	17.3	27.3	28.9	25.9	21.5	31.5	39.7
最低股价	6.1	6.7	8.3	12	16.1	23.4	15	15.8	18.6	28.5
每股盈利	0.65	0.74	1.01	1.28	1.51	1.82	2.17	2.56	2.17	2.56
每股股息	0.26	0.34	0.42	0.52	0.64	0.78	1.22	1.47	1.22	1.47
股息支付率	40%	46%	42%	41%	42%	43%	56%	57%	56%	57%
最低股价股息率	4.26%	5.07%	5.06%	4.33%	3.98%	3.33%	8.13%	9.30%	6.56%	5.16%
最高股价股息率	2.50%	4.00%	2.75%	3.01%	2.34%	2.70%	4.71%	6.84%	3.87%	3.70%

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

另一个流行的股息战略是“道琼斯指数内的狗股理论”，这一理论被一些投资大师所提倡。其理论是，在每年的年初购买道琼斯指数内股息率排前 10 位的股票。第一是因为从定义上来讲，构成道琼斯指数的 30 家公司都是具有良好根基的公司，不会轻易倒闭。第二是因为构成道琼斯指数的 30 家公司发展得都已经很成熟，其长期发展前景都没有什么区别，能把它们彼此区分开来的就是高于平均水平的股息率。高股息率可能表示股票价格很便宜，如果是这样的话，管理层和董事会可能会急于做些事情出来以提升股价。（构成道琼斯指数的 30 家公司在参众两院都有很深的人脉。）

作为一个战略投资专家，迈克尔·奥希金斯擅长购买道琼斯股票。他使用了变形的“购买最高收益率的股票”战略。他会列出 10 家基于股息角度（股息率最高的）价格最低的公司，再列出基于市盈率角度价格最低的 10 家，然后列出基于其他测量指标价格最低的 10 家公司（比方说基于市价与账面价值比）。最后，他购买 5～7 只这几张表上有交叉的公司。这种变形方法可以淘汰从股息角度看最便宜（因为这些公司拿出高比例的盈利来派发股息），但从以盈利角度看不便宜的公司。

另外一个策略是购买按各种指标评估第二或第三便宜的股票，基于这个理论：在一个类别中可能会有一种股票应该被市场定下这样的低价——比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如佳斯迈威（Johns Manville）公司在石棉危机中，其股价跌得很厉害——但一个类别中这样的股票应该不会超过一只。

即使派息率高的道琼斯指数成分股也会有大起大落，甚至会出现濒临倒闭的情况。比如，联合碳化物公司在20世纪80年代中期印度博帕尔核灾难发生之后就是这种境况。此外，德士古石油公司在与宾夕法尼亚石油公司的诉讼案中败诉而支付105亿美元，以及柯达公司于20世纪90年代初期膨胀的成本结构导致收益减少，都属于此类。

道琼斯指数内的狗股策略于20世纪90年代后期的回报优势并不明显，这可能不是因为投资者另外发现了更好的投资目标，而是因为同期道琼斯指数明显落后于标准普尔500指数，后者在四年时间增长了20%以上。在这种环境下，狗股的回报率就显得不那么有吸引力了。同时，标准普尔指数比较偏重于高科技股，而这些上市公司的回报并非通过派息来体现。

除了资产和盈利之外，源源不断的股息支付赋予了股票价值。实际上，股息的作用如此重要，以至于我们以前的一些价值评估理论可以扩展到与每年股息支付的影响作用相关。所以：

- 扩展PEG比率，即市盈率（P/E）除以增长率之后，一些投资者又推导出了PEGY比率，即市盈率除以总增长率G加股息率Y。公式为：

  $$\text{PEGY} = (P/E)/(G+Y)$$

  我们认为这是一个衡量企业盈利的合理方法，因为分母加上股息率的指标后能够降低股息部分所占的比例，从而使股价显得更便宜些。我们认为这样做的合理之处是因为只有留存的收益，而不是以股息形式分发出去的收益，才能够支撑企业的增长。如果没有股息，PEGY比率就变成了PEG比率。

- 相对于资产价值来说，如果一只股票能够以账面价值加上10倍或更少的年股息分配这个价格买到的话，这只股票就具有投资价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以

投资价值（股价）= 账面价值 + 10 × 股息

- 如果公司是一个高投资收益率的公司（投资收益率高于 15%），我们可以通过价上股息因素来调整我们第七章讲到的公式：

$$调整后的投资价值 = (账面价值) \times (净资产收益率/15\%)^2 + 10 \times 股息$$

一般情况下，我们更倾向于使用投资价值公式。我们之所以用 10 乘以年股息数额来计算购买股票的价格，是因为我们认为 10% 的收益率已经可以接受了。对于债券投资来说，这是事实（除了在 20 世纪 70 年代晚期的高利息率时期。）可能有人认为股票不是这样的。但是大量的股息支付能够使股票的投资更安全。因为长期来看，股票投资的总体回报率为 11%，用 10% 的回报率投资更加安全的类似于债券的股票也算令人满意了。在购买价格中允许计入最大可能账面价值后，我们就不会再支付留存收益的账面价值了，也不会计入商誉、特许经营权和其他无形资产。实际上，投资价值的概念是这本书接下来要讨论的中心问题。我们提出以下观点：

- 如果企业盈利和财务杠杆比率都令人满意的话，投资者按照投资价值公式购买股票并持有几年，几乎可以肯定能得到满意的投资回报。
- 一项收购除非是按大约一半投资价值的价格购买，否则不能算是划算的交易。
- 收购者常常愿意出双倍于投资价值的价格来控制一家公司。

第一个问题，得到满意投资价值回报的可能性有多大？大多数情况下，这一问题会通过使用合适的财务杠杆率（负债率一般不超过 30%）和满意的盈利状况（投资收益率至少达到 10% ~ 12%）得到解决。几年的持有期会使股票顺利度过价格的起伏并且有足够的时间让投资发挥效用。按

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

初始价格投资的话，可以保证不会为这一回报而支付过高的价格。

第二个问题，为什么说按照一半投资价值进行收购划算的呢？因为其收益会是资产预期收益的 2 倍。比如，如果一项投资每年的增值是 10%，100 美元经过 10 年后会升至 259 美元。一个投资者支付 100 美元购买投资价值为 200 美元的资产，此投资一般 10 年后会变为 518 美元的投资价值。这项投资代表了 18% 的年收益而不是 10%，同样如果潜在的增长率为每年 12%，半价购买的年收益率就会成为 20%。这一点从道琼斯指数内股票 1932 年和 1974 年谷底时可以得到验证，当时这些股票价格就处于其投资价值一半的水平。（有关这一问题会在第十八章进行详细的讨论。）

第三个问题，为什么一家公司会愿意出双倍于投资价值的价格收购另一家公司？这可能是因为收购方能够在数年内使投资价值增值。最有可能的做法是削减成本，另一种是与把收购资产与收购方现有的业务进行生产和市场营销方面的协同。最后可能就是收购方可以靠借款来支付部分收购项目，贷款利率低于收购活动带来的回报。就像借款购买房产一样，只要还贷成本低于房租的费用就可以购买。

当 1981 年沃伦·巴菲特购买通用食品时，他的购买价格只稍高于投资价值的一半。到年底每股的账面价值为 30.86 美元，每股股息为 2.20 美元，投资价值升为每股 53 美元。当年的股价波动范围在 27 ~ 32 美元，与理论上的协议价格相差不远。等到了 1985 年，投资价值就升至近 60 美元。然后菲利普·莫里斯花了每股 120 美元或两倍于投资价值的价格购买了通用食品。

在 19 世纪晚期，安德鲁·卡内基把自己价值大约 150 万美元的财产变成一大笔财富。他以划算的价格在一家钢铁公司入股，等投资价值翻番后，他以大约年复利 15% 的利率和大约 30 年的折现期限卖给了 J·P·摩根，当时的价格大约为市场价格的两倍。摩根之所以愿意出溢价收购，是打算把卡内基的钢铁企业整合为美国钢铁。但是，整合扩大后的钢铁公司在 1900 年的市值仅为 10 亿美元，经过 100 年的经营后到 2000 年其市值也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅仅为10亿~20亿美元之间。

15%的复利回报代表每5年就能增长一倍，经30年的时间就是2的6次方，也即64倍的增长。卡内基获得了两次双倍的盈利机会——第一次是按便宜的价格购买，另一次是按双倍的价格转让。64乘以2次的翻倍后得到了2的8次方，也即256倍的资产增长。卡内基41 200万美元的销售，使其价值增长了256倍多。

我们在股息问题上不会像格雷厄姆和多德那样教条。但是，我们的模型可以有力地支持公司的留存收益不会稀释其净资产收益率。当一家公司能够实现非常高的净资产收益率时，我们鼓励公司把超过15%的净资产收益率作为留存收益保留下来。最重要的是，管理层应该公正地评价公司的内部投资前景和外部的市场状况，并作出使企业价值最大化的决定，如果情况不确定，就把资产的分配权交给股东。不过，值得提醒的是，伯克希尔·哈撒韦公司的股东们选择不进行股息发放，因为他们中绝大多数人不能够比巴菲特先生更有效地进行再投资。

修正的投资价值模型中取15%为界是基于卡内基、巴菲特和其他一些成功投资者的经验得出的。这一修正的公式同时解释了为什么在20世纪80年代末期伯克希尔·哈撒韦对于可口可乐公司的投资是正确的。当时的购买价格相对账面价值加上10倍的股息分配来说似乎贵了一些。但是当时可口可乐的净资产收益率非常高，这预示股息的分配以后会增长的。所以按当时30%的净资产收益率来计算：$(\text{净资产收益率}/15\%)^2=4$；账面价值为每股1.07美元，这二者相乘我们得到4.28美元的资产价值，再加上10倍的股息分配，得到的投资价值为5.78美元，这一价值超过了1988年的最高股价。

沃伦·巴菲特为伯克希尔·哈撒韦公司所作的获利最丰厚的一项投资是对喜诗巧克力公司（See's Candy）的投资。1972年，他以2 500万美元的价格获得了账面价值仅为700万美元的喜诗公司的运营权。20年后，喜诗的账面价值也仅为2 500万美元，但是仅凭1 800万美元增加的留存收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益，喜诗在20年时间里支付了41 000万美元的税前收益。所以，无论怎么说这也是一项非常赚钱的投资。为什么此公司如此有吸引力？简单说，就是其股息支付能力。

读者可能会问：盈利状况如何？答案是：我们的模型间接地把盈利联系了起来，因为公司能够把盈利作为股息支付或用于再投资。这一点在第二章对股东权益变动表的分析中得以体现。迄今我们讨论较少的不是盈利，而是每年盈利增长速度。股息和账面价值是盈利可持续状况的很好指标。股息和账面价值的综合指标，而不是企业短期的表现才是格雷厄姆和多德类型的投资者所关注的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章
对用收入进行评估的警告

自从格雷厄姆和多德时代以来，人们在进行证券投资分析时对损益表的关注要大于对资产负债表的关注。现在绝大多数投资者在作投资决定时，更多基于他们对企业未来盈利的评估，而不是基于资产的价值和股利的价值，而后者恰恰是已知的东西。这些人聚焦于盈利也有其道理，因为在很大程度上来说在作最终分析时，盈利是资产和股利的来源。但是因为未来盈利状况的不确定性，本书对于盈利因素比较看淡，而更侧重于其他两者，这也是本书与大多数作者和财务分析人士的观点有所不同之处。

对于每股盈利过分看重的投资者，可能较少关注公司利润的本质。实际上，公司对于盈利和由此带来的现金流，最好的使用方法就是在市盈率低的时候回购公司的股票。这样做会降低利息收益，从而降低盈利，但是这更多降低了流通股的数量。因为分母下降的速度低于分子下降的速度，所以每股盈利会因此而上升。相反，当市盈率高时公司可以通过卖出股票来使现有的股东受益，尤其是当公司有好的投资方向时。如公司因发行新股而降低了每股盈利，这被称为稀释了的盈利。而如果每股盈利因为一项收购而上升，此交易被称为增值。在典型的收购中，收购行为在前一两年会产生稀释作用，在接下来的时间里随着成本削减措施发挥作用而产生增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值。有关这一点的例子是吉百利公司（如表 9.1），公司的利润在增长，但是新股的发行抹去了所有的收益，所以折算下来每股盈利（和股价）根本就没有增长。

表 9.1　吉百利公司 1990～1996 年财务状况汇总表　　（单位：美元）

年份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
每股价格	17.35	17.21	13.96	13.29	5.17	14.94	13.98
每股“现金流”	1.54	1.58	1.18	1.30	0.84	1.47	1.49
每股盈利	0.73	0.89	0.59	0.70	0.59	0.71	0.71
每股股息	0.44	0.55	0.59	0.49	0.59	0.64	0.66
每股账面价值	6.68	6.93	6.64	7.09	7.92	4.95	8.28
股票数量（百万股）	350.00	351.19	364.80	414.90	416.95	495.50	507.14
每股价格（年中高点）	13.4	16.1	19.2	15.6	16.3	17.6	17.9
总市值	4 690	5 654	7 004	6 472	6 796	8 721	9 078
市盈率（倍）	18.4	18.1	32.5	22.3	27.6	24.8	25.2
市净率（倍）	2.0	2.3	2.9	2.2	2.1	3.6	2.2
股息率	3.3%	3.4%	3.1%	3.1%	3.6%	3.6%	3.7%
销售额（百万）	6 072.0	6 044.0	5 092.3	5 512.7	6 326.5	7 402.8	7 087.9
折旧（百万）	281.4	245.3	230.3	272.0	312.6	392.2	403.2
净利润（百万）	265.2	325.9	216.2	278.5	359.5	350.3	360.0
营运资金（百万）	305.0	543.1	107.4	－93.1	88.6	－837.0	－799.4
长期负债（百万）	787.0	1013.5	697.6	571.9	633.5	1 339.2	1 346.9
股东权益（百万）	2 633.0	2 723.5	2 651.0	3 169.3	3 585.6	2 626.0	4 199.7
资本收益率	9.2%	10.2%	8.1%	8.7%	9.3%	10.9%	8.0%
净资产收益率	10.1%	12.0%	8.2%	8.8%	10.0%	13.3%	8.6%
再投资率	3.9%	6.0%	2.9%	3.1%	4.0%	3.5%	0.0%
股息率	6.2%	6.0%	5.3%	5.7%	6.0%	9.8%	8.6%
留存收益率	39%	50%	35%	35%	40%	26%	0%
股息支付率	61%	50%	65%	65%	60%	74%	100%

资料来源：价值线公司，与作者的计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建立在当前和预期盈利基础上的投资是基于一个双重的假设，即大多数公司在任何年份都会盈利，而且这些盈利每年都会增长。接下来的问题是：按照历史的或当前的盈利计算，应该给以不同公司的每股盈利增长率和不同的盈利增长率多大的权重去考虑?

在考虑当前的盈利报告时，对投资者来说最重要的是把它放在公司总体利润记录的大背景去考虑，所以不应该过分看重个别年份的结果。公司个别年份的盈利结果可能与多年总体的综合状况有很大的不同，所以投资者不能因为一个好年份而欣喜若狂，也不能因为一个差的年份而垂头丧气，除非某种状况持续了很长的时间而开始形成一种趋势。

格雷厄姆和多德提醒过投资者，不能对盈利增长有太多的期待，相反应该把资产的价值和股利状况作为市场投资的基础。他们提出的第一个法则是盈利率（市盈率的倒数）应该是 AAA 级债券的两倍，这一法则基本上是假设公司的盈利没有增长（这正是美国大萧条时期投资者们所担心的）。随着时间的推进，形势越来越明显，战后复苏的大势带动了所有企业，早期这一非常严格的法则变得宽松了，基于正常盈利增长的低盈利率（或高市盈率）变得可以接受。这一姿态与大多数注重盈利状况的投资者形成了对照，这些投资者寻求投资于增长率出众的公司，即使在高市盈率的基础上也无所谓，他们认为高于平均水平的盈利如果持续足够长时间的话，就能够支撑其溢价部分。

盈利是在通用会计准则规定下进行报告的。这一准则是针对会计记录中的一些可任意操纵项目，比如收入的确认、折旧和摊销，研发支出以及租赁和财务费用等也包括其中。这不是一项完美的计量手段，但至少它为所有公司提供了一个计量的共同标准。（大概比通用会计准则下计量的盈利更准确的，是报告给国内税务部门的应税收益，这一数字是公司尽力降低的，也是公司很少披露的。）20 世纪 90 年代，那些企图拉升股价从而提高其股票期权和股息的经理们认为通用会计准则的标准过于严格，并通过各种手段对税务部门施压以降低标准。他们甚至通过一些通用会计准则所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不允许的手段来做出虚高的“形式利润”提供给分析师。他们也会给出营业收入（减掉利息费用之前的收益）甚至 EBDIT（减掉折旧、利息费用和税费之前的收益）来展现一个较低的股价与公司收益的比率，这样就掩盖了折旧和利息支出会对公司的前景有不利影响这一事实。

进入 21 世纪之后，有相当数量类似于安然的管理层进行了利润操纵行为。同样糟糕的是，其他一些公司报告的是会造成误导的“合法准确收入”。比如管理层的股票期权所造成的负面影响会在盈利报告中被略去，而牛市给养老金计划的资产带来的纸面财富却被包含进来。对于如何向投资者提交利润报告这一话题的深入讨论可以写一本书出来。现在，随着时代的进步，投资者和公众的关注可能会使公司开始“清理”自己的损益报表。本章剩下的部分会讨论如何准确解读和评估利润。

盈利要素的评估方法

针对盈利增长的分析工具有很多，但是在短时间内所作的评估实质上不能称其为盈利增长，而应该是短期盈利要素。用盈利要素代替盈利增长是一种常用的分析工具。我从盈利要素分析着手，并不是因为它受到了格雷厄姆和多德的青睐，而恰恰提醒人们他们没有这样做。

在衡量股价高低的方法中，用盈利状况作为衡量标准的方法是价格与收益比（price/earnings），也就是每股的股价除以每股盈利。这一 P/E 比率可以通过多种途径得出，取决于你是用的哪一个“E”（“P”作为股价是已知的）。一种情况是，盈利用的是年报中 12 个月的数字，其好处是至少这一数字也是已知的。但大多数情况下，在计算 P/E 时用的是当年预测的利润（或者是下一年的预测利润，如果预测是在当年秋天作出的话）。价值线公司的分析用的是一种混合的方法，利润是用过去 6 个月已知的数据和未来 6 个月预测的数据得出的。

计算盈利增长的一种方法是以季度为基础计算年盈利变化。因为有产品季节因素的问题，这种方法要好于季度之间的比较。投资者想要比较的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是今年秋天和去年秋天，而不是今年秋天和今年夏天。但是，这种方法如果运用不当，还是会陷入季节陷阱。对于泽尔（Zale）珠宝公司的季度盈利状况分析会告诉你为什么（根据价值线公司2002年11月15日报告）。如表9.2左下方数据所示，因为在一个高基点上计算，在1月份的销售旺季，公司每股盈利只有一个相对低的百分比增长，但在4月份的销售淡季，公司因为在低基点上计算却有一个较高的百分比增长。比如，1999～2000年，在1月份所处的季度，每股盈利的增长率为（2.33－1.17）/1.75＝33%，但在4月份所处的季度为（0.30－0.17）/0.17＝76%。如果从表面价值对这二者比较，投资者可能会认为在4月份所处的季度盈利增长加快了。但实际上，这都是因为盈利集中在了旺季的缘故。

表9.2 泽尔珠宝公司季度销售收入和每股盈利

销售收入					
年份	第四季度	第一季度	第二季度	第三季度	财年总额
1999	254.2	568.0	289.7	326.0	1 428.9
2000	322.6	735.9	361.3	373.8	1 793.6
2001	371.8	861.4	418.0	435.5	2 086.7
2002	409.9	897.1	449.1	435.6	2 191.7
每股盈利					
年份	第四季度	第一季度	第二季度	第三季度	财年总额
1999	0.06	1.75	0.17	0.23	2.21
2000	0.15	2.33	0.30	0.32	3.10
2001	0.16	2.52	0.14	0.09	2.89
2002	－0.10	2.64	0.22	0.15	2.92

资料来源：价值线公司。

因为其他一些问题，我们在本章稍后会提出即使运用合理，盈利要素方法的有用性也有一定限度。但如果你想正确应用这种方式，你就应该把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最近四个季度的盈利分别除以前四个季度的盈利。（同样我们采用泽尔珠宝公司 1999 年和 2000 年的盈利数据为例，1999 年四个季度每股盈利 2.21 美元，2000 年四个季度每股盈利 3.11 美元，盈利增长率为 41%。）这种滚动比较的过程类似于在经济学计算中普遍接受的移动平均线法。

即使这种修正的方法也有其误区。如果 A 季度最后一天，而不是 B 季度第一天，有一个很好的销售，对两个季度的利润就会产生很大的影响。一些节假日，比如说复活节，可能发生在第一季度也可能发生在第二季度。（很多零售商新的财年都是在 1 月 31 日以后开始，所以 4 月份所在的季度会在 4 月 30 日结束。）如果采用年与年比较的方法，必须要考虑到因时间问题而引起的误区，而不是公司表现问题。

连续与不连续的盈利

用在市盈率计算中的盈利在本质上应该是连续的盈利。一次性销账或收益应该排除在外，公司对这些账目的影响应该有义务披露出来，因为它们与资产价值和账面价值有关但与盈利流动无关。最后投资者要做的，是通过用市盈率乘以这些偶尔的所得或所失而把其资产化处理。资产的出售或购买情况就属于这种类型（当然除了公司有交易资产的癖好外）。价值线公司就非常注意把不能挽救的项目从盈利报告中排除出去，并把自己计算出的盈利和公司报告上的盈利之差额标注在其报告的脚注里。这些项目不应该当做盈利的项目，而应该作为账面价值的调整项目加以处理，其对于投资收入的影响是连续的。

格雷厄姆和多德以及沃伦·巴菲特等都警告，要注意公司把所有的损失都通过销账勾销掉（如公司重组），以弥补过去的错误或者以便将来清理资产负债表。这就会造成经理们或者投资者不得不因进行销账而打折扣。如果由于过去的问题而进行公司重组，就说明前些年的盈利被夸大了，而现在的盈利则有所折扣。如果现在的索取是为了将来的支出进行储备的话，那未来的盈利就会很轻松，因为未来的支出被现在的年度所承

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

担。即使这样，把过去的亏损算到现在来清偿也不是什么不道德的做法。这可能是公司打算转变态度，重起炉灶的做法。

我们也认为经常性所得应该有一个普通税率。如果一家公司利用负税亏损结转的策略以避免当前收入被征税，则企业被按照普通税率来收税，所规避的这部分被视为非常收入。但是假设低税率是因为信贷会怎么样呢？这种情况下，该如何看待收入呢？如果这种情况发生于企业获得了投资减税（多年来都是被允许的），或者职业培训减税（而这是一种通常的操作），那么，可以认为这种有税收优势的收入是经常性的。但如果很多这样的减税只是一年有效，而不是多年持续有效，则人为做大收入的情况就是不能持续的。抵税金额当然可以被认为是股东权益的增值，但不应该被认为是收入流的一部分。

盈利错误和增长率评估的问题

正如第六章所讲的，盈利增长可以来自下面三个渠道之一：价格上涨、销量上涨和成本降低。第四个方面，即产品变化是以上三个方面的混合，其出发点是用高利润率的产品替代低利润率的产品。

格雷厄姆和多德会对盈利的评估给以警告，如果投资者能够谨慎一些，他们受到过高估计的威胁就会小一些。实际上当真实结果出来后，过高的估计会造成更大的失望。

虽然大多数衡量增长的工具是衡量短期增长而不是长期增长，格雷厄姆和多德会建议投资者在评估时要基于长期的增长来考虑。这是一个很好的出发点，但并不完全是我们要研究的目的所在，因为未来往往与过去不同。正因如此，我们想加入下面结构因素的分析：

- 公司现在所处的行业增长率如何？
- 如果公司将业务扩展到相关的产品市场，它提高现有增长率的机会如何？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 如果公司业务扩展到新的地理领域，它提高现有增长率的机会如何？
- 公司的增长率是快于还是慢于其所处行业的总体增长率？公司是怎样与竞争对手竞争的？
- 如果公司能够增长得比其他公司更快，它有多大可能性成为行业领袖？
- 盈利增长是否高于销售额的增长？如果是，这一状况能持续多久？为什么？

分析师和投资者常常单独考虑盈利的评估。在很多情况下，当经济状况稳定时，对于日用消费品而言可以这样进行评估。这是当价格、销量和成本都在很狭窄的范围内可以预测时的情况。大多数情况下，当盈利正好达到预定目标时，盈利是可以人为控制的。一些支出项目往往拖延到季末，或者更久，然后再记账或者被动地继续保留，以便于利润的操纵。正如格雷厄姆和多德提醒的那样，在早些年的时候公司有储蓄的习惯，在景气的年份隐藏利润而在不景气的年份再拿出来以便调节利润，并且不会让投资者失望，但这样做最终会误导投资者。会计管理部门早就禁止了这一滥用行为，所以公司也会收敛一些，把留存的额度限制在 3% 以内。不过，分析师和投资者过于关注盈利，只要每股盈利稍有变动就会作出相应的反应。

但总体来说，盈利的可能性应该作为一个范围来考虑，而不是一个点。当然，如果公司盈利只达到了预期的一半，它就要为此作出很好的解释。评估从定义上来讲应该是基于最可能出现的情形，但是人们要接受事实可能会有所不同这一结果。精心设计的盈利评估模型往往会给人以精确的假象，这一点可能是不对的。

在作盈利评估时，应该同时说明可能出错的地方。在科学实验中这样做是一个标准的程序，即使最终结果可能与理论上的假设有所不同，即使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在化学和物理领域也是如此。在经济方面，情况更是如此，因为经济学中许多事情的进展就像随意散步一样，而不是按照预先确定的公式那样。

最常见的类似于盈利这样的事情发生的概率符合所谓的正态分布，或者说“钟形曲线”。这是从数学和经济学角度作出的一个简单而常用的理论。但结果是，这一理论不能全面考虑到特殊的情形。

格雷厄姆和多德警告投资者不要对盈利增长期待太高。对大多数公司合理的期待是名义 GDP 的增长率，也就是实际的 GDP 增长加上通货膨胀率。对于一个处于发展迅速的技术领先行业，并且较多参与了国际市场的公司来说，增长率从中期角度来看应该是世界 GDP 的增长的 1.5 ~ 2 倍，世界 GDP 增长可能远高于美国 GDP 的增长。

危险在于某个公司的增长能够达到 15%、20% 或更高，但所有公司加起来就不会有如此高了。实际上只有不到 1/4 的公司增长能够达到 15% 或更高，只有更少数公司能够达到 20% 以上。但是大量公司的市盈率都高于 20 倍，换句话说，盈利增长的幅度远低于市盈率的变化幅度。如果构成市盈率的盈利部分如此值得怀疑，那以市盈率分析为基础的分析师在作分析时就要小心了。

大卫·德雷曼（David Dreman）曾经进行过大量研究，证明市盈率低的股票表现要好于市盈率高的股票。值得一提的是，如果把一组股票按照市盈率的高低排序分成 5 组，市盈率最低的两组表现会高于市盈率最高的两组。

为什么会这样呢？答案是一个称为均值回归的统计现象。在一定的时间有一些价格合理的低市盈率股票，但同时也有一些其他低价股票，其表现属于中等水平或者高于中等水平，所以说其定价偏低，低于平均数。当市场意识到这一事实时，市场会自动弥补这一价差。自然，也会有一些低价因素导致一些股票走得更低。相反，也有一些高市盈率股票恰当地反映了其良好的前景，这些股票会保持自己的地位，但同时也有相当数量的股票盈利令人失望。这种情况下，不但股价会因盈利的减少而降低，市盈率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时也可能会降低。

格雷厄姆和多德是怎样进行盈利增长分析的呢？他们会考虑几年的盈利状况，采用对过去盈利进行平均的方法。超乎寻常的盈利状况应该排除在外。最重要的状况是公司是否有过令人失望的盈利历史，尤其是盈利不足以支付股利时。这样，盈利和股利的互动会破坏资产的价值，甚至造成财务吃紧。

对于盈利突然增长的评估

盈利出人意料是错误评估盈利的必然结果。真实的盈利无论是正向还是负向偏离于预估的盈利，都会有令人吃惊的结果，当正向偏离时预估盈利低于真实盈利，当负向偏离时预估盈利高于真实盈利。从理论上来讲，如果实际盈利数值与预估盈利数值的偏差在5%以内，这一结果就不能算是出人意料的。实际上，真实盈利往往会负向偏离预估盈利，这是由于预估盈利过高造成的。其结果是分析师给出的“买入”推荐要远远多于“卖出”的推荐，或者分析师往往把“卖出”等级委婉地说成“持有”。

任何一个具有真实商业体验的人都知道，企业经营中实际上会有很多意想不到的突发事件，也许是或有费用致使实际结果与之前的计划相背离。其间的差异往往会被人们所接受。但是一种股票往往因为盈利的稍稍降低（经常是因为取整的原因）而遭到抛售，这表明分析师和投资者也稍稍调低了预测。盈利的数值会影响到市盈率和增长率两者，所以在用市盈增长比率进行计算时，即使盈利数值微小的变化也会对整个比率产生很大的影响。

有时一只股票终究会被卖出，即使盈利达到了预期目标。这是因为分析师公布的预期目标只是官方的目标，而非官方的真正底线是一些分析师和大型投资者所限定的更高的数值，这一数值被称为“耳语数值”（whisper number）。这些数值因为没有被公布（除非以后在财经报道的回顾分析时公布），个人投资者虽受其影响，但也无从得知这一具体数值。如果格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雷厄姆和多德今天还健在的话，他们不但不会依据这些数值来作投资决策，而且还会十分怀疑这些数值的效用。

现在让我们看一看另外一个由企业盈利和市场对盈利的敏感性所造成的问题。过去在非公开的会议或见面中，公司往往把关键的盈利信息或称为“指导”的暗示透露给经纪公司的分析师和机构投资者。前美国证券交易委员会主席阿瑟·莱维特（Arthur Levitt）称这种行为是“不可接受的”。这类似于20世纪20年代一些顶尖投资机构透露给投资信托人“窍门”，让他们在公众卖出时却大量买入，以达到操纵市场从而获利的目的。自从2001年证券交易委员会颁布《公平披露规则》以来，公司的公告比以前更公开化了，使个人投资者获得了与大型投资者相对平等的地位。

对于盈利可持续增长的评估

对于寻求成长型股票的投资价值的做法，用行话称为按合理价格成长投资或GARP（Growth at a Reasonable Price）。

这条准则的第一点是：不要购买市盈率高于市场的股票，或者是最多不能高于市场的25%。所以如果市场的市盈率是20倍，第一种情况下最高的市盈率不能超过20，第二种情况下不能超过$1.25 \times 20 = 25$。这样你选择的公司盈利增长高于平均水平，但市盈率的水平不超过平均水平的25%。这是正确的一步。这样做的目的是把风险限制在总体市场风险的水平，也就是市场风险总体可能偏高。然后寻找“便宜”点的成长股，如果不是绝对便宜的话，也是相对其更好的前景而言，就是说这些股票有可能比平均水平涨得更快或者比平均水平下跌更慢。相对于总体市场而言，这样的投资者大多数情况下会作出正确的选择。只是这些投资者也许会忽略一点，即资本可能会投向更安全或更高利润的类型，比如债券或房地产。

另一个常犯且有误导性的看法是市盈率不应该高于增长率，简单地说就是市盈增长率（市盈率除以增长率）应该低于1。这一点容易被归谬法所推翻。盈利数字会影响到市盈率和增长率二者，结果是即使盈利的微小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变动也会对整个比率产生很大的影响。这意味着公司有 1% 的增长就会带来 1% 的盈利吗？实际上这意味着，10% 的增长率可以支撑 10 倍市盈率，更快的增长可以支撑相应较高的市盈率倍数。

有一个经常被忽视的问题是，增长要持续多久才能使这一规律成立。有太多的投资者在进行投资时只是基于当年的状况，把当年的盈利评估用在市盈增长率的分子和分母上。如果 E_e 表示今年的盈利，E_a 表示去年的盈利，则增长率 $G=(E_e-E_a)/E_a$。所以市盈增长率 PEG 可以由下面修正过的等式表示：

$$\text{修正的 } PEG=(P/E_e)/(E_e-E_a)/E_a=(P/E_e)\times E_a/(E_e-E_a)$$

因而，购买股票的法则要求这一比率必须小于 1。

为了更好地作出购买某股票的决定，非常重要的一点就是考虑到下一年的增长。同样重要的问题是，接下来的增长势头是强劲还是急转直下。这一点正是投资分析中过时的并被怀疑的“回收期”法所忽略的问题。但是投资者会因一些方法相对“时兴”些，而乐于接受同样具有瑕疵的方法。

我们一旦确定了衡量盈利增长可持续性的合理方法，接下来的问题是：我们怎样去评价它？格雷厄姆和多德晚年的时候会说：在评估盈利增长率的时候要特别保守，但一旦确定下来，就要在市盈率的确定上大胆一些。格雷厄姆的增长公式为：

$$P=E\times(8.5+2g)$$

这里的 P 表示股票价格，E 表示盈利，g 表示预期增长率。或者换句话说，市盈率 P/E 为 $(8.5+2g)$。所以股票就相当于债券，售价为 8.5 乘以盈利，或者说收益率为 12%，公司的增长率如果为 10%，股价就为 (8.5+20)，即 28.5 乘以每股盈利。这是持续增长型股票的最高限额。

沃伦·巴菲特提出了一个更为复杂的模型。实际上，他展示了在某些情况下市盈率有可能很合理地超出增长率。当增长率可以被十分准确地估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计出并且用于类似可口可乐这样的公司，情况就是这样的。这来自公司近乎垄断的定价权和世界范围内的市场销售。巴菲特承认，即使对他来说要找到这样的情况也比表面上看要困难。虽然他认为像可口可乐和吉列这样的公司自然不在话下，但他不能确定能否找到“漂亮 50”甚至“闪耀 20”。巴菲特评估这类公司的现价的公式为：

$$P = E/(r - g)$$

这里 P 代表股票价格，E 代表每股股东收益，r 代表无风险的利息率，g 代表长期增长率。从定义上来讲，一个成熟公司的增长率会小于无风险的利率水平，所以（$r-g$）的值对这样的公司来说是正的。

当然，巴菲特的公式只不过是大多数商学院一般都要讲到的戈登模型（Gordon model）的变形。戈登模型是用每股股利 D 代替了每股盈利 E，其公式为：

$$P = D/(r - g)$$

原始的戈登模型和巴菲特的版本有一些细微但非常重要的区别。第一，巴菲特考虑增长率时，他考虑的是“自动”增长率，也就是没有新资本注入的增长，假定用于再投资的现金流来自折旧。在这种情况下，所有的盈利均可以以股利的形式发放，所以所有报告的盈利都是可以分配的，或者说是“所有者的利润”。这就是为什么巴菲特公式里的 E 可以被看做戈登模型里的 D。

巴菲特的版本指出了原始的戈登模型里的一处疏忽。实际上，盈利的任何增长可以来自于留存收益或者是新资本的注入。比如，如果投资者有一个银行账户，有两种方式可以让其账户的金额增长，一种是此账户可以赚到市场的利率，另一种方法是往账户里存入新的资金。但是，关联更紧的是市场的利率，也就是存款人的原始资本的回报。如果你让你的原始资本翻了一倍，你就获得了 100% 的收益。但是对于一个长期资本账户而言，真实的增长率也就只有百分之几的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果巴菲特公式中的自动增长率为0，无风险利率为10%，股票的市盈率就应该为10，即 $P=E/(0.10-0)=10E$。此时如果没有留存收益，公司就不能获得增长。如果公司把所有盈利都以股利的形式发放，股息率就是在10倍市盈率基础上的10%。换一种方式，公司也可以保留所有的盈利不进行股利发放，这时公司的价值和相应股票投资价值就会每年增长10%。在以上两种情况下，投资者都可以每年获得10%的收益。

但是，如果公司的自动增长率为每年6%，无风险利率为10%，按巴菲特的公式计算，股票就应该按25倍市盈率出售，即 $P=E/(0.10-0.06)=25E$。对于一个没有新资本注入、自动增长率为6%的公司来说，它就可以将所有盈利作为股利发放。在市盈率为10的基础上，股息率为10%并且另外加上6%的资本利得，总的收益为16%，远高于10%的目标。所以市盈率可以高于10也会有满意的总回报率。但市盈率多高合适呢？当市盈率为25时，把所有盈利都作为股利发放可以产生4%的股息率，加上6%的增长率，从而还能产生10%的回报。巴菲特向大家展示了具有25倍市盈率的公司不必要具有25%的增长率，只要有可持续的自动增长，做到百分之几的增长率就可以了。

公司有时不需要净资本再投资也可以获得增长。这并不是说公司的资本投入为零，而是公司仅仅投入折旧实现的现金流就可以获得扩张，而不动用生产盈利带来的现金。这也可能是“隐匿资产或账外资产”带来的结果（比如通过技术创新等）。实际上，技术是投资的主要推动因素。这就是为什么在任何时代超额的利润是由高科技股股票带来的，在我们这一时代是信息科技，在上一时代是化工和钢铁股。

现实的操作中，自动增长因素是很难准确预测到的，正如巴菲特在他的1991年年报中承认的那样。在假设自动增长率为6%的例子中，在市盈率为10倍以上、25倍以下时就应该卖出，但这当然是冒险的猜测。

有时，普遍的投资热情会使市盈率高到荒唐的地步。当预测十分乐观，并且人们都相信这一预测时，这种情况往往会发生。这种情况实际上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在20世纪90年代后期发生过。在第二十章我们将指出在什么情况下这种热情往往会出现。至少美国是这样，在人类取得一些重大突破时，比如20世纪60年代登月成功和90年代科技爆炸时期就是这种情况。

但是反对公司按25倍盈利出售的主要依据是风险因素或潜在的令人失望的结果。为了补偿风险，公司应该在理论市盈率倍数的基础上折价销售，对于风险大的，折扣也要大。实际上，巴菲特的真实意图可能不是找到潜在高增长的公司（其他的投资者都可以这样做），而是寻求可靠增长。对于初学者来说，可以在价值线公司报告的右下角找到这些公司。价值线公司的报告包括公司财务盈利可预测性的强度指数、价格稳定指数和价格成长可持续性指数等指标。我们愿意加上第四个指标：盈利增长可持续性指标。

把盈利增长可持续性的指标加入报告中是为了配合高市盈率，可持续性与成长性一样重要。这也是为什么类似于通用磨坊和可口可乐这样的大型食品和饮料公司比大多数科技公司的市盈率还要高，虽然后者有更好的盈利增长前景。沃伦·巴菲特能够从第一种类型里购买到快速成长的公司，因为他能够预测到这些公司成功概率很高。正如巴菲特的公式所显示的那样，投资者对于可持续增长的公司所支付的溢价可能会高得惊人。即使格雷厄姆和多德也承认可持续增长的公司可以支撑高市盈率，但是他们也警告高达接近10%的增长率可能不能持续。我们想补充一点，就是凡是高于5%的自动增长率都不能持续。

考察增长的来源，并就增长前提进行质疑的投资者太少了。比如，许多投资者愿意购买特别高市盈率倍数并靠负债获得盈利企业的股票。在这种情况下公司有大量负债，其利润略高于其债务成本。这种情况下负债越高越好，但是一旦贷款服务或盈利发生变化就会产生问题，潜在的问题是要么是贷款利息升高，要么就是盈利降低。这时，整个上层建筑就会摇晃以至于把投资者，至少是股权投资者置于不利的境地。20世纪80年代多数石油公司就发生过这种情况，最突出的可能就是多姆石油公司（Dome

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Petroleum）了，以及再近一点 90 年代时期的零售商卡尔多斯（Caldors）。债务杠杆带来的盈利增长非常类似于用抵押贷款买房。历史上美国的房屋升值幅度基本上是 7%，但是这对于 20% 的首付比例来说意味着 35% 的投资收益率，而且房屋出租的收入足可以偿付抵押贷款。现在社会大量贷款的泛滥就像类固醇一样会给身体以短期的刺激而带来短暂的振奋，但从长期来看会损害身体的正常功能。

特别案例：高速增长的特许经营类股票

高速的增长往往是特许经营带来的结果。具有独特产品或服务的企业很难被复制，这样就给了企业很大的自主权去确定其产品的价格、销售数量以及利润空间，而较少去考虑外部总体经济环境。投资者会为这种特许经营类股票支付溢价，有时也包括表面上看似特许经营的企业。区分前者与后者的方法如下：

- 过去的损益表上是否有大量的费用列为支出项目，这些项目能否被合理支付？
- 此项特许经营业务是否已经持续经营了一段时间？
- 这是一个非常难以效仿的项目还是每个人都可以做的项目？
- 此项目是否能够不受限制，并且很快就能转化为市场价值？

特许经营中的精品股当属可口可乐公司的股票。1989 年，可口可乐公司估算，如果要重塑其特许经营品牌，大概要花 1 000 亿美元。此公司已经经营了 100 多年，可以说是硕果仅存的美国百年老店之一。其产品并不是唯一的，但是其独特的配方是不能够被精确复制的。其独立的营销网络也为可口可乐特许经营确立了市场价值。

直到现在，麦当劳都是一个强劲的特许经营商。其创始人雷·克罗克（Ray Kroc）把生产汽车的流水线方法用到了快餐食品中。他从战后开始这样做，当时美国家庭更多地外出就餐以便把家庭主妇从繁重的家务中解放

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出来。从概念上讲，麦当劳店是很容易被人理解的。但从运营上，这一概念很难应用，因为西方世界的工人一般都不愿从事乏味的流水线工作。其食品本身也没有什么特别之处。但是一种神秘的东西让令人满意的产品在顾客的脑海里扎根，并且这种神秘的东西渗透到企业所有员工身上。麦当劳不管对于顾客品味还是员工服务都管理得非常卓越。

这被认为是无须犹豫就可购买并放在一边待其升值的股票。对于长达30年的商业周期来，说这是个不错的选择。但是市盈率可能高得失去控制，即使对于真正的特许经营类股票也是这样。当特许经营类股票得到广泛认可时，其市盈率达到了30倍、40倍甚至更高水平，正如20世纪70年代和20世纪与21世纪之交此类高市盈率的股票风险到了最大，其实当时对整个市场来说也是如此。当时此类股票投资是如此糟糕，如果投资者要避免30年一次的股市震荡，最好是卖掉这类高市盈率的股票，转而购买质量低一些但价格便宜的股票，尤其是那些回报率高的股票，或者是干脆套现离场。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章

销售收入分析

本章讨论的重点是损益表的第一项，即销售收入。接下来的两项是所售商品成本（COGS）和销售及管理费用（SG&A）。把两项支出从销售收入中减掉，便得到第六章讨论过的息税和折旧前收入（EBDIT）。获取收益的目的就是使 EBDIT 最大化，但要做到这一点，就需要管理好损益表第一行的销售收入以及下面的两项支出项目。

销售收入和销售成本的控制

20 世纪 90 年代曾经风行通过注重成本控制而非增加销售收入来实现利润最大化，也就是注重节流而不是开源。我们认为这种成本控制方法是当时空前繁荣的主要动因，因为之前通过扩大销售收入来增加利润的方法不能够重复使用了。

此次成本控制之风与 20 世纪 60 年代的情形不同，当时很多费用被认为是固定费用，广告费用和营销费用被用来控制销售收入的水平。这些成本是由于建立品牌认知和品牌知名度等品牌项目引起的。销售额很大的公司和许多名牌产品具有特许经营权。在购买者具有大量的可支配收入时（如二战以后），这种战略能发挥更好的效用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从长期来看，依靠成本削减带来的问题是盈利的“增长”是不可持续的，因为从长期来看盈利的增长只能来自销售收入的增长。这一点是20世纪六七十年代总裁们体会最深的，当时他们放弃了成本控制而追求销售的增长。但从中短期看，盈利可以来自利润率的增加。不过，当盈利的增长速度高于销售收入的增长速度时还是要特别加以小心，不要指望盈利的这种超常增长会持续很久。总之，毛利润可能增长100%，之后盈利的增长就不能快于销售收入的增长了。这种情况下，盈利的增长才真正是利润率暂时下降之后反弹的结果。但是当利润率回到正常水平之后，就没有理由期待盈利的增长速度高于销售收入的增长速度。

当单位产品的成本随着生产产品总量的增加而下降时，就会产生学习曲线效应，因为工人随着熟练程度的加强，工作就会更有效率并更有技巧。学习曲线效应在尖端技术领域被大力倡导，比如20世纪末期的信息技术，和19世纪的铁路、钢铁和机械制造等领域。

销售管理战略可以分为高增长、高利润率，高增长、低利润率，低增长、高利润率和低增长、低利润率。高增长、高利润率往往会吸引竞争者的加入。但是，在广告和销售费用上的大量投入会涉及在增加销售收入和降低EBDIT利润率之间取得平衡的问题。低利润率和商誉会涉及竞争因素，这二者都会成为潜在竞争者进入的壁垒。销售的迅速增加会更快地摊销固定成本从而提高利润率。

在做预期损益表时，分析师要从预测销售收入增长开始，接下来就要通过销售数量的大小估算销售成本并预测利润率的大小，再接下来就是计算销售及管理费用了。最容易估算的项目是公司最能通过资本支出政策控制的项目（比如累计折旧和利息费用）。

有一点值得注意：因为折旧是损益表中的一个分摊项目，并且往往是由库存商品带来的，所以会计入销售产品的成本。在这种情况下，折旧的金额可以从资金流动项目中找到，并从销售产品的成本中扣除，从而得到销售产品的真实成本。同时，大量的固定成本也可能被包含在折旧项目下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有意思的是，利润率可能比销售更难以预测。一个多产品公司的产品项目可能有不同的利润率。在得知总体经济状况之后，对于销售量的预测可能不是很难，因为不必考虑各种产品之间的销售差异。比较难以测算的是产品之间的替代情况。比如资金拮据的消费者可能会继续购买服装、食品等生活必需品，但他们可能会用便宜的品牌来替代贵一些的品牌。对便宜的品牌而言，成本在价格中所占的比例更高。

销售收入的质量在预测未来收益增长时起到了很大的作用。下面这四个问题将给出一些线索：

1. 销售收入的增长主要是由于价格的上升或销售量的增长引起的吗？
2. 利润率是多少？
3. 顾客大都是回头客，还是大都是第一次购买此产品？
4. 是否存在开工不足和低变动成本状况，使大部分盈利直接冲抵成本？

价格的上涨在短期来看是有好处的，因为至少暂时会带来更快、更丰厚的利润。销售数量的增长能为长期增长打下更好的基础。经营状况好的公司能够获得价格和销售数量的双增长。对于这二者来说，巴菲特这样的投资者更愿意看到销售收入的增加来自价格的上涨，因为这表明公司受到的竞争较小，并可以最大限度地提高产品售价。

有一个相关的问题是公司在行业内有多大的影响力。作为一个大型企业的好处是能够控制整个行业。比如，一个企业可以成为价格领导者，其他企业都跟随定价。但较小规模公司的好处是能够进行低价竞争，来吸引消费者购买更多产品从而产生规模效应。但是，没有做到最大的企业也有其优势，比如戴尔电脑能够高速成长是因为它只占到了行业中较小的份额。戴尔从其他电脑行业的先行者手中夺取了市场份额，包括（尤其是）IBM，它夺取的并不是那些市场领导者现有的市场销售，而是这一快速增长行业中的更多新增销售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在看待一个具有相当规模的公司时，要把公司销售额的增长率同国民生产总值的增长联系起来。沃尔玛就是一个例子，它在 20 世纪 80 年代和 90 年代成就了零售企业快速发展的佳话。在早些年时，沃尔玛的销售只占美国国内销售的很小的市场份额。到 90 年代末，沃尔玛的销售业务已经覆盖全美国并开始了国际化征程，其销售额占到了美国 GDP 中不可小视的份额。在 90 年代初期，沃尔玛是本行业的霸主，占到了整个零售业 1/4 的销售额。表 10.1 价值线公司列出了 1985 ~ 2001 年沃尔玛的销售额和美国 GDP 的对比情况。

表 10.1　沃尔玛公司销售收入与美国 GDP 的对比

年份	沃尔玛销售收入（百万美元）	美国 GDP 总额（10 亿美元）	沃尔玛销售收入占 GDP 百分比
1985	8 452	4 039	0.21%
1986	11 909	4 269	0.28%
1987	15 959	4 546	0.35%
1988	20 649	4 906	0.42%
1989	25 811	5 251	0.49%
1990	32 602	5 546	0.59%
1991	43 887	5 725	0.77%
1992	55 484	6 026	0.92%
1993	67 345	6 343	1.06%
1994	82 494	6 947	1.19%
1995	93 627	7 265	1.29%
1996	104 859	7 636	1.37%
1997	117 958	8 080	1.46%
1998	137 634	8 782	1.57%
1999	165 013	9 274	1.78%
2000	191 329	9 825	1.95%
2001	217 799	10 082	2.16%

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有关销售数字的财务比率

销售数据是很重要的数字，它与其他会计项目的关系被称为财务比率。一般来说，下面这三个比率被认为是最重要的三种测量比率：

1. 销售收入与资产比率（销售收入/总资产），一般称为资产周转率，是衡量资产使用效率的比率。周转率可以用来推算公司的资产状况，经常用到的是应收款周转率和存货周转率。

2. 净利润和销售收入比率（净利润/销售收入），一般称为净利润率，用来衡量企业销售的利润状况。

3. 总资产与净资产比率（总资产/净资产），一般称为杠杆率，用来调节杠杆使用对财务平衡的影响。

在过去的一二十年里，有一种趋势是把第一种比率中的“资产”用“资本”代替，资本是由资产减去营运资金得到的。所以销售收入与资本的比率（销售收入/资本）就是资本周转率。杠杆比率也就变成了资本与净资产的比率（资本/净资产）。

在其他条件都相同时，周转率越高越好，因为这表示更高的资产（资本）使用效率。尤其令人担心的一点是销售收入与存货的比率（销售收入/存货）比较低或者正在下降。这种情况可能表示存货在增加甚至贬值，要一直计提减值准备。同样，高净利润率要强于低净利润率。但是有时高利润率是以低增长率为代价的，这样就会造成低资产（资本）周转率。理想的状况是资产周转率和杠杆比率双高，同时净利润率也高，但这种状况很少看到。

把所有这些比率放到一起，我们就可以推出最重要的比率——净资产收益率（ROE），即：

$$净资产收益率 = 资产周转率 \times 净利润率 \times 杠杆比率$$

也就是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净资产收益率 =（销售收入/总资产） ×（净利润/销售收入） ×（总资产/净资产） = 净利润/净资产

如果把上式中的“总资产”替换为“资本”，其结果是一样的。

公司是否能够操纵销售数据呢？遗憾的是，公司可以通过许多方式这样做。比如，货物发出时，销售收入才能入账，但许多公司并不遵守这一规定。这些公司可能在订单签订之后就会确认销售。有些情况下，这些公司可能还会对后续的销售进行假设，当初始的销售刚刚完成就把部分后续未完成的销售入账。我们有理由相信，基于这些数据所报告的销售收入是被夸大了的。在近些年里，许多会计丑闻（最著名的是安然公司）都是所谓公允计价会计准则允许公司生成大量虚拟资产价值造成的，公司又依据这些虚拟资产过分乐观地预估未来的销售收入。巴菲特把这种行为称为“市值神话”。更为糟糕的是，安然和其他一些公司在损益表第一行记录不盈利的“销售”以此来夸大销售收入，从而给易受骗的以增长率为出发点的分析师和投资者留下深刻的印象。实际上，这种表面活跃的商业活动什么都不能带来。

另一个问题就是所谓“渠道填充”（即不恰当地激励分销商，使其进货量超过市场需求量）。许多生产商把自己的货物直接销售给分销商而不是最终消费者。在一个或几个季度，生产商即使在需求疲软的情况下，也可以通过把货物塞到分销商手中以保持高水平的“销售”。但当分销商的库存建立起来时这一过程就会变得艰难。最终，这一过程会因分销商不能再接受更多库存而停止。接下来有两种状况会发生，一种情况是销售急转直下，致使几个会计期间的盈利萎缩。另一种情况是库存不得不在某个会计期间被冲销，从而给盈利和账面价值留下一个很深的印痕。这个问题的真实写照是有“链锯”之称的阿尔·邓拉普使日光公司扭亏为盈的事件。他说过：为什么烤肉在冬季的时候卖得好？答案是因为渠道填充。

另一种发生较少的情况是公司在一个季度低估销售（和盈利），这样在接下来的年度就有了一个较易比较的对象，从而保持一个稳定的增长态

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势。这种情况大多出现在产品周期的开始阶段。当一种新型的开创性产品出现并很快被接受，开始阶段的强劲发展可能导致最初的销售量过高从而使以后的销售难以提高。在这种情形下，公司可能会为将来建立一个“蓄水池”。入账的销售项目比实际的销售数额要少，这样保留的部分可以在以后记回到账上。对于某些类型的新产品来说，这样做可能会有风险。另一种情况可能是公司利用这种方法过分谨慎地记录销售和盈利。再强调一次，这样做仅仅是为了管理好交给华尔街的盈利报告，在那里（预估）盈利哪怕有一点点的增长都可能推高股价。

从最新的技术角度看，市场的渗透潜力常常被认为比当前的销售状况更加重要。衡量这种渗透潜力的一种方法是计算人口数量。其理论依据是，如果一项产品针对某个人群的营销做得很好，这个人群中有多大比例的人会选择此产品？适用于此种分析方法的产品一般都是提供基本服务功能的成熟产品，并有了广泛的应用，比如手机和有线电视。即使假设这种分析方法是有效的（我们常对此表示怀疑），在应用时也要加以小心。比如，在老年或青年人口的数量不成比例条件下可能比人口比例均衡条件下代表着更好或更糟的市场状况。

一个财富分配不均衡的地区可能比一个财富分配均衡的地区有更低的市场渗透力（除非是低价格的产品）。类似于手机和有线电视等相对高级的产品在发展中国家尤为如此，在这些地方，只有少数人达到了美国的收入水平来购买此类产品。

市场渗透这一概念也会发生偏移。比如以前电子芯片的主要买主是电脑公司，但现在类似于手机厂商、汽车厂商和其他生产商也加入了购买者的行列。这些买家所在的行业与电脑行业有很大的不同。在对一个新的市场进行渗透时，销售的增长率可能会高于历史上在核心市场的增长率。但是一旦这种渗透完成以后，后来的市场如果没有原来的核心市场强健的话，就可能会对销售的增长产生稀释作用。比如，假设二者的规模一样大，销售增长在核心市场的增长率为16%，在新市场的增长率为8%，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均增长率就是12%。也就是说在新市场出现时，增长率会因对新市场的快速渗透而高于以前，但是一旦这种渗透稳定下来，增长率就会放慢到低于以前原始市场的16%的水平。

销售收入价值的评估

从长远来看，推高股价的是利润和股利，而不是销售额。但是从某种程度上来说，销售收入产生了股利和利润，所以销售收入同其他二者一样，是重要的评估对象。

《超级股票》（*Super Stocks*）一书的作者肯·费希尔使用了一个被称为价格比销售收入的比率作为分析工具。基于普通公司的净利润率不超过5%这一事实，他的法则是购买价格与销售收入比率大约在0.75左右的高质量的公司股票，此时公司的净利润在5%~10%之间，市盈率为15倍或更低，然后在价格与销售收入比在1.5左右时卖出。对于净利润为2%~5%的成熟的普通公司来说，买入和卖出的比率分别为0.4和0.8。对于有10%~20%净利润的公司来说，买入和卖出的比率可以扩大到分别为1.5和3.0。这些比率主要是基于5%的平均净利润。在这种情况下，0.5的价格与销售收入比可以被看做10倍的市盈率。如果价格与销售收入比为1，可以被看做20倍的市盈率。

选择价值型股票的一种方法是寻找低价格与销售收入比率的公司，比如0.1、0.2或更低。在企业重组时，未来盈利状况无论如何都是一个未知数，这时的技巧是购买足够便宜的股票，如果重组成功的话你可以得到足够的回报。假设一只股票在牛市时价格与销售收入比率为1，如果企业重组时的价格与销售收入比率为0.2的话，就意味着5倍的投资收入。假如在估值回归的过程中，销售收入也有所增长的话，那盈利就会多于5倍。

理想的销售收入增长率是在15%~20%之间，如果利润率也有所增长的话，盈利增长会达到20%或者更多。如果价格与盈利比率和价格与销售收入比率也同时增加的话，价格增长的速度就会超过盈利增长的速度。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司刚刚成立或者进行重组时，使用价格与收入比率进行分析更有效。在这种情况下，你看的是利润状况将来的的情形，而不是现在的情形。对于一个新成立的公司来说，关键的问题是怎样摊销固定成本。在企业重组时，关键问题是怎样砍掉膨胀的成本。所以使用价格与销售收入的比率进行分析是建立在一种假设的利润和盈利基础之上的，这种假设的利润和盈利代表着很划算的交易，即使实际的盈利和利润都很少以至于价格与盈利比率很高。

如果公司进行多元化经营，其中一种或更几种经营项目要比其他经营项目更重要。通常高度多元化的公司往往通过降低利润率来刺激最重要的产品项目的销售，而对于不重要的项目置之不理。这种行为称为垃圾销售。（一些经理人尽力搞无利润销售仅仅是为了在 500 强榜单上有更高的排名。有一年排名美国第七大公司的安然公司就是一例。）对这样的公司，进行直接的价格与销售收入比率进行分析是没有意义的，甚至是有害的。更有意义的是对价格与销售收入进行评估，然后把评估的结果与公司的市场价值相比较。这是一种使用销售收入而不是资产价值的分析方法。

与公司的行业分析或细分市场分析相关的一个话题是区域分析。公司可以在本国、其他发达国家或者在新兴市场进行运营。一般来说，本国市场是最成熟的，其他发达国家市场成熟度稍浅，而新兴市场为发展提供了最大的可能。

联合利华公司就是一个例子。虽然该公司符合格雷厄姆和多德的评估标准，但该公司太成熟了（只有一位数的销售与盈利的增长），只有偶尔的时间才成为有吸引力的投资对象。其所在的欧洲市场已经相当成熟，美国市场也差不多。但是在发展中国家的分公司却往往能够获得20%或更高的盈利增长。在新兴市场的分公司的股票比母公司的股票至少对成长型股票的投资者来说更有吸引力。但是，全球化经营的好处是分公司的增长会记入母公司的财富中去，这样其股票按格雷厄姆和多德的标准就会卖得更高。

在某些情况下，公司可能会认为剥离其非核心业务是比较明智的。毕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竟，边缘业务可能是其他公司的核心业务。所以要出售的业务可能对未来的卖家来说不如对战略性买家更有价值，双方达成的价格有可能对各方都有利。联合利华公司就证明了这一点，在 20 世纪 90 年代，它出售了自己化工和化妆品业务而专注于食品业务。

另一个例子是欧洲市场顶尖胰岛素供应商丹麦的诺和诺德公司（Novo-Nordisk）和美国市场胰岛素生产的领袖礼来公司（ELi Lilly）。当这两个公司在各自的本土市场都达到饱和点时，自然而然的事情就是去尝试占领其他市场。诺和诺德公司占领其他市场的决心似乎更坚定，它为自己的胰岛素销售人员配备了胰岛笔，这是一种便于使用的有刻度的注射针剂。这些笔本身也会产生销售收入。这一点类似于吉列公司的方式：销售剃须刀，同时占领刀片市场。因为这个原因加上其他原因，诺和诺德抢占礼来公司的本土市场份额要多于礼来公司占领的自己本土的市场份额，并在世界范围内拓展了其领域。

分析销售收入的另一种方式是考虑单位产品市场和销售的投入。这种方式常用于对金属、水泥甚至软饮料等商品的分析。世界范围内的比较适用于可进行国际市场营销的产品，而不适用于地区性强的产品，如水泥。这种分析可以引出两个有意思的问题：

1. 在不同地区为什么一家公司的产品会比同类公司的产品售价更高或更低？

2. 为什么一家公司在销售单位产品时的运营状况会比同类公司的运营状况要好或要差？

对于这些问题的回答会为管理工作提供非常有用的指导。

不同类型的销售

最好的销售计划是基于所谓的“独特的销售主张”。这是指一家公司比其他所有公司做得出色（至少针对目标客户时是这样）的地方。这一点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是垄断性力量的自然来源，也是不易被其他公司所取代的地方。

不管是对垄断型企业还是对普通商品生产企业，公司的运营地位有着至关重要的作用。管理者应该提出并回答下面这 6 个问题：

1. 公司所在市场的行业增长率是多少？
2. 如果公司业务拓展到相关产品市场，有多大的机会能够提高现有的增长率？
3. 如果公司业务拓展到相关的其他地区市场，有多大的机会能够提高现有的增长率？
4. 公司的增长率是高于还是低于行业水平？公司是怎样面对竞争的？
5. 如果问题 4 的答案是高于，公司是依靠什么走在了市场的前列？
6. 盈利的增长是否高于销售收入的增长？如果是，这种状况能够持续多久？

销售收入可以表述为目前的销售收入基数和新增销售收入。在零售业，目前销售收入基数是指“同一店面”销售。新店的销售是销售增长的重要组成部分，但公司的健康状况或行业的健康状况最好还是由同一店面销售增长来衡量。不过，销售导向的公司可能会竭尽全力进行新产品的开发。比如，3M 公司的目标就是至少 25% 的销售收入要来自最近 5 年所开发的产品。这就是为什么公司建立了内部创业文化，并有了许多发明创造，其中最有名的就是即时贴的发明了。

公司典型的策略选择是要么高附加值的溢价销售策略，要么是薄利多销策略。零售业就是这种状况，沃尔玛和更早的西尔斯等公司就是以天天低价而著称，并提供大量品种丰富的商品以供选择。这就是面对大众市场的薄利多销策略。像 Williams – Sonama 公司就以较高利润销售，但其代价是低增长。对于有多种产品的公司来说，销售是靠研发支撑的。虽然沃尔玛以经销商的身份而闻名，但它同时在技术实力上也非常强，比如其即时销售扫描技术对商品库存和商品营销有非常大的帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

垄断型的公司在掌控销售上有很大的优势。从定义上来讲，它可以卖出市场能够接受的最高价格而不必担心竞争。结果是企业具有做到利润最大化的能力。虽然真正的垄断企业要么被政府接管，要么被政府监管，但还是有大量的公司销售没有替代品的商品。这些公司以一种准垄断的地位在经营，只是面对来自不同品类产品的竞争。沃伦·巴菲特喜欢这种类型的公司，可口可乐公司就是一个典型的例子。

寡头垄断存在的基础是在行业内只有很少的竞争，其中一个重要的因素是进入壁垒很高。检验竞争是否存在的一种方法是市场集中度，也就是前三位或前四位的企业所占市场份额的多少，如果所占份额达到 50% 或更多，则此行业属于垄断行业。

在 20 世纪 90 年代，新的公司出现并带来了新的技术，通信行业的垄断性有所减弱，而商品竞争有所增强。（一个经典的例子是老牌在线媒体公司时代华纳和互联网服务提供商美国在线的合并，以图在新媒体公司中保持领先地位，但它们却没有成功。）尽管在这一过程中存在很多问题，这些公司还是通过扩大市场容量增加了行业的整体利润，同时单个企业的市场份额因企业数量的增多而减少。另一个不幸的例子是电信行业，在这一行业中短途通信运营商、长途通信运营商和无线运营商可以互换，这个板块的过度投资几乎毁了整个行业。

价格上涨时期会诱使企业增加产能。问题是这样的投资可能要持续几年才能完成，在周期顶部开建的产能往往在周期底部才能发挥效用。这种状况会使周期性行业的发展趋势被恶化。这些行业大部分都是原材料供应企业，包括石油、木材和大部分建筑材料企业。这些公司会在商品长时间短缺时兴盛起来，尤其是全球范围内的短缺，如 20 世纪 70 年代和 21 世纪初发生的状况。在这些时期价格迅速上涨，其中受益最大的是在价格上涨前利润最低的企业。

最好的状况是商品生产企业能够形成垄断。这发生在过去 50 年的制药企业身上。开始的时候，存在大量的药品生产企业，生产相对简单的如阿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司匹林和止痛剂等混合药剂。然后制药企业开始专注于生产复杂一些的专用药，如心脏病药、溃疡药和抗癌药物等。最后，当健康保障组织（HMO）和一些其他健康保障机构寻求一站式的采购时，一些技术发达的企业合并成综合制药企业（如百时美施贵宝和葛兰素史克等）。这些巨型企业花了很大精力进行研发，以推出更加复杂和昂贵的药物。

正如约翰·肯尼思·加尔布雷思在《新工业国》（*The New Industrial State*）一书中指出的，需求是可满足的。这一现象发生在二战以后，美国经济从作为少量供给者之一去满足大量需求者，变为大量供给者之一去追逐相对少量的需求者。（商品生产的问题被大规模生产方法所解决，大规模生产在20世纪20年代就已经发展起来，但其全面的应用被经济大萧条延后了。）

市场营销人员有很多工具用来对需求进行管理。其中之一就是广告和促销。虽然这一行为在损益表上记录为费用，实际上这往往是一种投资形式。这样的支出是值得的，因为它扩大了原有的市场份额。广告虽然延长了企业达到盈亏平衡点的时间，却增加了企业的利润和利润的增长稳定性。所以广告和促销实际上为公司的股票增加了市场价值。管理需求的更加传统的方式是生产更好的产品或卖更低的价格。

销售收入的增长是盈利增长的限制因素

在评价一种相对新型的产品的销售增长前景时，也要把相似度不是很高的产品的需求考虑在内，作出比较切实的销售潜力评估。新产品带来大量新需求的情况很少，相反有时会取代对于现有产品的需求。假设亚马逊公司最终能够取代非网络销售的竞争对手巴诺（Barnes and Noble），则未来几年后亚马逊公司通过更高效的运作，其市场价值最终会涨到巴诺公司市值的最高点，甚至更高。当类似于亚马逊这样的公司的股值高于巴诺估值的10倍或更多时，人们期待这家互联网公司不只是取代其竞争对手的市场份额，而且要在同领域创造出比竞争对手更多的新的销售额。

在对诸如百货商店这类低利润率、高销售额的公司进行评估时，要小心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用价格与销售收入比率。这样低的价格与销售收入比率会造成对价格盈利比率的低估。一种调整的方法是用销售收入除以5，经过这样的调整，1%的利润率就会变为正常的5%的利润率。这种方法的好处就是能够使得出的数据与其他行业更具可比性。2000年，威廉·米勒公司成立了艾伯森（Albertson）和克罗格（Kroger）百货商店，其价格与调整的销售收入比率就具有这种特点。所以价格与销售收入比率可以进行调整，以适应非常的行业。

技术类和健康产业类的公司具有较高的利润率，一般可达15%或20%，甚至更高。这些公司也具有较高的净资产收益率，20%或更高。所以这类公司的价格与销售收入比率要高于普通公司。即使这样，也要对此类公司持保留态度。如果对基于利润率为5%的公司股票来说，1乘以销售收入价格偏高，那对于利润率为50%的假想公司来说，10乘以销售收入也是一个比较高的评估。没有公司能够达到这种水平，即使一些高科技企业，如微软也只达到了30%~40%的净利润。实际上价格与销售收入比率是在1999年末被用来检验高科技股是怎样被高估的最终工具。值得注意的是，在大多数情况下，此类公司的盈利实际上是高于平均水平的，因为其产品具有独特性，并且在很多时候没有直接的竞争对手。这样，此类公司就会有比较高的价格与销售收入比，但这一比率不会高于30。

一个简单的数学例子能够说明这一点。4这一数字可以表示2加2之和，或者2乘2之积。表面上看，这两种计算方式没有什么不同之处。但是如果2和4代表一个数列的前两个数字，那接下来的数字会因4是2与2的和还是2与2的积而有很大的不同。如果数列是按照算术方法计算，即2，2+2，2+2+2……得到的数列是一个线性的函数2，4，6，8，10……如果按照几何方法计算，即2，2×2，2×2×2……得到2，4，8，16，32……是一个指数函数。问题是很多投资者在评估21世纪之初的“新经济”时把2+2得出的4当成了2×2，因此他们受到愚弄而支付了指数型增长价格。我们的评估方法是建立在“新经济”与“旧经济”一样是呈线性增长的这一假设基础之上的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





第四部分
特殊投资工具

◎ 第十一章　格雷厄姆和多德的共同基金投资法 / 177
◎ 第十二章　格雷厄姆和多德的国际投资法 / 194
◎ 第十三章　格雷厄姆和多德的房地产投资视角 / 211



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章

格雷厄姆和多德的共同基金投资法

大部分投资者都想同时持有多只股票。如果你只持有一只股票，那么不管市场总体如何运作，你所持有的这只股票的上市公司既可能经营有方也可能经营不善，从而使得你的投资充满了不确定性。而如果你同时拥有一篮子股票，这整个篮子就如同市场，股票涨跌互现，一只涨，另外一只可能跌。尽管一些投资者宁愿只通过购买少量股票来战胜市场，大多数投资者却更愿意全面参与市场，只要将风险控制在可以承受的范围内。

同时拥有两只股票比一只安全，而十只比两只安全。除此之外，你可能想把资金分投在不同的资产类别上，包括美国股、国外股、政府债券和公司债券，以及现金等。从广义上说，资产型投资工具的定义中也可能包括房地产或黄金。

大多数投资者要么不想购买多元化的股票投资组合，要么对此缺乏了解，这才是问题所在。他们可能一次只买一只股票，只关注某个行业或者只在一个方面下赌注。解决办法之一就是购买共同基金，从定义上说，共同基金是操作股票交易的专业机构。

共同基金有两种运作方式，即封闭式基金和开放式基金，后者是更为常见的“真正”意义上的共同基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

封闭式基金拥有固定的资金规模。这是一种由最初发起人以一定价格建立起来的基金形式。发起人将这些基金投入股市、债券以及其他的金融证券。基金价值和由此而生的股份价值视投资的成败而涨落，并以收入的形式支付红利。而且根据管理理念，基金份额可能按每股资产的净值以优惠价或折扣价出售。优惠价或折扣价是投资者以同样的份额从其他投资者手中买卖份额时建立起来的。除了“公司”是一个投资组合之外，封闭式基金在运作方式上类似于股票。

在创立之初，开放式基金每天可以通过发行基金的方式直接从投资者那里募集资金，它也可以赎回那些想撤出资金的投资者的份额。因此此种基金的投资者在进行交易时，可以直接在本基金（即基金管理公司）进行，而不必通过与其他投资者的交易来完成。像封闭式基金一样，基金价值随着潜在的投资价值而有涨有落。但与封闭式基金不同的是，其份额理论上讲不会溢价或折价出售，因为基金的买进卖出是在交易结束时按净资产比例进行的。基金的买单卖单最迟在每个交易日的下午 4 点钟之前提交，晚上对持有份额和份额价值定价和估算之后，再进行结算。

但有一些交易者明目张胆地违背上述原则，在 2003 年被各州检察长尤其是纽约州的埃利奥特·斯皮策（Iliot Spitzer）揭露后，成为国家基金丑闻。两种最令人震惊的违法交易行为被称为“延迟交易”（late trading）和“择机交易”（market timing）。

所谓“延迟交易”指的是受到优待的基金投资大户可以在下午 4 点交易截止后买进卖出其基金，从而利用下午 4 点以后所发布的信息（比如盈利报告）。之所以发生这样的情况，是因为结算时间在下午 4 点封盘后还要延续几个小时。例如，一个对冲基金经理会向共同基金管理人提出交易建议，从而在下午 4 点之前制造出合适的文件。然后这个对冲基金经理在交易截止一两小时后，根据得到的信息，留下对他有利的交易单据，抽出对他不利的交易单据。

所谓“择机交易”指的是特定的一伙投资人经常地买进卖出，通过迫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使基金忙于周转并对付数量惊人的购买和赎回，从而破坏基金管理。在国际基金中，根据今日美国股市行情，投资者试图参与已经封闭的国外基金的未来发展，这是国际基金所面临的一个特殊问题。尽管“择机交易”本身是合法的，但基金因为交易频繁而不利于普通的投资者（通过控制其基金进出和强加额外费用），从而使受到优待的投资人谋取利润，这却是违法行为。

美国共同基金

共同基金并不是一开始就一帆风顺的。这种机制建立不久就遭遇 1929 年大崩盘，适逢利率暴跌，市场平均指数达到顶峰。它们显然是为服务于投资大众的利益而创立的，但是生不逢时，遭遇了美国历史上最严重的股市崩盘，并且还对此灾难负有部分责任。更糟糕的是，基金可以通过保证金交易来买股票，而同时投资者也可以通过保证金交易来购买共同基金。从这个意义上说，投资者承担着双重风险。因此当熊市来临时，共同基金会带着它的投资者加速崩溃，其下跌速度远比那些下跌的股票要快。

美国证券交易委员会的诞生在经济大萧条期间扭转了这种不利局面。现在基金必须列出章程，对其投资目标以及达到这一目标的方法进行详细解释。如果注册为“多元化基金”，那么在一只股票上的投资额不得超过5%，而在某一行业上的投资不得超过25%。如果基金想使用保证金交易、衍生金融工具或其他金融工具，就必须在其章程中说明这些情况。这一点至少可以确保股东预先得到警告。

招股说明书是一个重要的基金文件，它将给出大量有关费用、赎回周转时间、历史业绩以及其他方面的重要信息。不要因为费用问题而拿不定主意。与其购买收费低而业绩表现差的基金，不如购买收费高但业绩表现好的基金。重要的是看净赚多少钱。除非两种基金表现不相上下，否则费用的高低不会造成什么影响。

共同基金的另一个重要文件是资产报表，它可以让你很好地了解基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资风格以及从历史的观点来分析近年的业绩。尽管历史表现并不能保证未来的成功，资产报表至少在帮助投资者弄清楚这是否是合适的投资风格方面是有用的。这里有一个警告：当心弄虚作假的行为。为了持有最具优势的股票，投资组合经理通常在一个季度或者一年结束时，买进业绩表现好的基金或者卖出业绩表现差的基金，即使它们并不代表总是存在问题的投资组合。如果建立更加完善的披露制度，存在问题的资产买卖就会显露出来。

国际基金

普通投资者怎样选择合适的基金呢？最常见的方法就是看报纸或者财经杂志，从中了解不同时期的基金表现。购买基金前打探一下各方面的信息总比什么都不知道要好。研究表明，表现好的基金的经理往往技高一筹，即便不一定总是处于领先的地位，也会胜过处于类似情况的其他基金。不利的一面是：回报率高的基金一般投资于“热门”的领域或题材，而随着普通投资者对此有了更多了解，这些热门的领域或题材却可能成为“冷门”。总的来说，更重要的是对投资风格或题材作出决定，而这个决定必须由投资者自己作出。

另一个方法就是看广告。还是那句话，购买基金前打探一下各方面的信息总比什么都不知道要好，但也仅仅是聊胜于无。美国证券交易委员会监管条例保证基金“广告”与许多其他行业比起来更具真实性。花费大量的资金进行广告宣传的公司通常都是那些大型的、业绩突出的公司。当然这并不能保证他们在操作或技能上高人一筹，但是他们能在管理模式和投资风格的稳定性上作出承诺。

有多个金融机构对共同基金作出评价。美国晨星公司也许是最广为采用的评价机构。价值线公司常常发表长篇的股市导航，之后还有一个“跟风”产品。对于已经熟悉该产品的人来说，这个“跟风”产品可能一样好也可能更加有用。像《财富》和《福布斯》这样的商业杂志也时常刊登有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关基金方面的报道，尽管这些报道可能更多基于一般的商业观点，而不是严格地从共同基金的角度给予评价。

近年来，国际投资越来越受欢迎。这首先是因为美国人可以获得更多种类的投资工具，其次是因为人们越来越认识到海外投资的优势。共同基金已经开足马力来顺应这个大好形势。

也有一些共同基金，包括开放式基金和封闭式基金，只在某一个国家运作。一些人更偏好像选择投资项目那样去选择所投资的国家，也许是因为他们与某个国家有商业往来或文化上的交流。这使得投资方向过于集中，这样做可能会带来好处，也可能因为受到该国政治经济格局变化的影响而遭受损失。除了以上这些考虑因素，单一国家基金会与这个国家的形势和状况紧密相关，如果一个国家发展势头好，投资者们就会一拥而上，抢购与这个国家挂钩的单一国家基金。经营有方的单一国家基金几年下来能够达到大约 20% 的年回报率。除了特别经营有方的美国基金，大多数基金都不能做到这一点。

1989 年，国家基金出现了 50% ~ 100% 的资产溢价，这意味着某种程度的投机，被那些日本投资者推波助澜的基金更是这样。有时候，在同一国家或地区同时发行多种基金，其中一些以溢价出售，而另一些以折扣价出售。例如，以折扣价出售的基金可能是新基金，而以溢价出售的基金可能是老基金，或者可能一种在美国交易，而另一种在伦敦交易。在所有其他条件相同的情形下，对于小国家来说最好购买折价基金，投资者应该在基金经理被特别看好的情况下，才能考虑以溢价购买基金。

公司型共同基金

有时候，一些公司也会拥有大量的股票组合，或在其他公司中拥有大量的权益，这些投资组合和股东权益的重要性并不亚于资产经营。这种情况在欧洲和亚洲比在美国更加普遍，因为在欧洲和亚洲，银行乃至工业企业经常持有大量的公司股份。尽管如此，美国有几家已经顺理成章地成为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家喻户晓的具有投资实力的公司，这在很大程度上提升了公司的经营业绩。

这些公司的高层经常认为他们的主要职能是进行资产分配而不是从事生产经营。这样做的好处是他们可以把重点放在盈利的目标上，而杜绝经营的盲目性。不利的一面是他们必须走出公司自身的经营范畴。

除了其名称不太像基金以外，沃伦·巴菲特所执掌的伯克希尔·哈撒韦公司实际上或多或少地属于一只封闭式基金。他所掌控的这家公司是一个集保险和产业投资于一身的公司，还掌控了大量其他公司的控股权。它旗下包括美国运通、可口可乐、吉列、《华盛顿邮报》、富国银行等既稳定又赚钱的股票，这些绩优股最初都是折价买进的。该公司通过兼并合营赚了更多的钱。经其兼并合营的两家公司，一个是 GEICO 保险公司，1976 年濒临破产，经过兼并合营重获新生并于 20 年后成为私营公司。另一个是大都会公司（Capital Cities），于 1986 年购买了 ABC，并于 10 年后被纳入迪士尼旗下。伯克希尔随后继续投机控股了房地美公司和美国通用动力公司（General Dynamics）。大多数私营工业公司，尽管在单一销售和单一利润增长的市场中成熟老练，但却拿出数量可观的资金给伯克希尔，让其投入股票或其他行业。

至少有一个证券分析师对这种做法提出质疑，认为伯克希尔的价值过于膨胀，其每股售价高达 9 万美元，而这些价值应属于其众多的子公司。即除去不到 4 万美元的投入资本所代表的账面价值，还剩 5 万多美元的价值属于其背后的子公司，这充分说明伯克希尔的主要价值来源于其众多的子公司而非投资组合。

因此，我们在世纪之交作出了自己的判断。（由于股市低迷，资产价值在 1999 ~2001 年间并没有发生多大改变。）我们首先假设伯克希尔的资产价值就相当于其投资组合的价值。这个资产价值远远高于其账面价值，因为公司的部分投资组合有保险储备金和其他债务的支持。另一个不错的假设是，这些债务利息由保险业来支付，这样就使得伯克希尔可以放心地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有投资组合的权利。但是不要弄错了，如果保险业出了什么差错的话，股票也会跟着遭殃。那时投资组合的价值每股大约是5万美元。

多少价值应分配给伯克希尔公司的子公司呢？我们的计算公式：每股大约1 000美元的税前盈利乘以10（不要看合并子公司的盈利情况，这已经被包含在资产价值中）。也就是每股1万美元吧。那么我们对伯克希尔的投资价值的保守估计是每股6万美元（由于保险业的成功和公司买断，这个数据到2002年很可能增加到每股7万美元）。早在1999年，伯克希尔每股就卖到了7万美元。由于投资组合相当准确地进行估算，每股还有2万美元分散于保险公司的隐含价值和“巴菲特溢价”之中，这一切都离不开巴菲特卓越的投资技巧。证券分析师根据可比销售法认为：单一的子公司每股价值为5万美元。经营资产略高于投资资产，这是事实。但是我们（也许只是人为地）把所有的债务分配给旗下的子公司的话，将大大地减少它们的净资产。换句话说，每股资产价值很可能达到9万美元，但是在减去债务之后，公司根本不值那么多钱。

另一家公司型准共同基金是卢卡迪亚全国（Leucadia National）公司。和伯克希尔公司一样，卢卡迪亚同时拥有保险和产业经营。但是跟巴菲特不一样的是，公司的高层经理们不购买其他公司的被动投资头寸。他们的一贯做法是购买被低估的资产，将其转型，再把股票转卖给公众。在一些情况下，卢卡迪亚购买转型公司的控股权或全部权益。成功的转型公司包括鲍德温联合公司（Baldwin United）的继承者——Phlcorp。卢卡迪亚偶尔投资于海外市场，例如玻利维亚电力公司和俄罗斯百事可乐灌装合资公司。卢卡迪亚投资组合管理模式比伯克希尔更加行之有效。在2000年投资机会枯竭时，它按每股12美元现金进行分股，商业杂志很自然地把这种做法与巴菲特1970年解散合伙公司相提并论。

还有一种公司型“基金”是洛斯控股保险公司（Loews Corporation）。其旗下拥有CAN保险公司、罗利拉德烟草公司（Lorrillard Tobacco）、洛斯剧院（Loews Theaters），同时还有不同性质的其他行业，例如戴蒙德海洋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钻探公司（Diamond Offshore）。除此之外，它还拥有一项短线投资业务，对于艰难的前景来说，这可能是一种非常有趣的投资方式。在形势紧张的19世纪30年代，烟草、石油生产、电影业是快速增长的行业。因此在即将到来的紧张形势下，短线投资可能是最为时尚的投资方式。保险公司是一个纽带，把一切有机地联系起来，履行与伯克希尔保险公司一样的职能。在对它们不利的20世纪90年代，这些行业都遭受了损失。短线投资的不利之处在于只能适度投资而不能大量投资。

从定义上说，这些公司型共同基金都属于“集中型”基金，集中于少数公司。就其本身而言，尽管它们涉及投资组合的重要部分，但如果投资者孤立地购买这一种基金的话，他就不能获得足够多元化的投资服务。公司型基金的吸引人之处，在于它高度的专业技巧，而这种技巧是因为基金经理既了解一般行业，又具备管理投资组合的经验。

分配

共同基金应发放当年收入的股票分红，也应发放当期的资本收益，也可能分配未实现收益（通过借钱的方式）。这些分配都应缴税，除非持有该基金的是享受税率优惠待遇的实体，例如个人退休账户。即便投资者只是在近期才购买基金，还没来得及得到回报，这一条也适用。但是基金的价值会在分红后有所下跌，这就解释了含有大量未实现收益的基金通常打折出售的原因。当然，如果基金还有已实现亏损，其分红也是避税的。这样一来，基金刚刚分红以后就是购买的最佳时机，这个时候的成本较低，还可以合理避税。

税收效率是影响共同基金的重要因素之一。如果税收来自营业税，那么营业额越低，需要缴纳的税就越少，因此“税收效率”就越高。这一点在20世纪90年代颇受重视，因为当时公司收入正稳步上升，由于市盈率的上升，股价也进一步飞涨。这样一来，在出售股票和缴纳资本收益税之前让股票尽量实现复利增长就成了最佳策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪的头 10 年中，由于经济环境带来的巨大压力，情况将会发生很大的变化。公司的收入不会再稳步上升了，就算能实现上升，市盈率这么高，收入浮动一定相当大，导致股市也会出现剧烈波动。总的来说，在未来 10 年中市盈率很可能下降，起码有大部分收入将因此被抵消。在年价格涨幅低于 5% 的时期，如果还有人能在某一项投资中赚到 50%，他何不抛售以换取利润呢？换句话说，许多股票在未来的一两年中将大幅增值，增值幅度相当于以前 10 年的幅度。

然而即便我们作保守估计，高税收往往不能直接与高营业额形成正比，这是因为税收效率并不以营业额为绝对基础，起基础性作用的是投资组合净利润。多数投资经理都选择“核心”和“交易”组合。也就是说，某人可以在某年保留自己 75% 的份额（按市值计算），然后将基金的 25% 在这一年中拿出来交易两次到三次。在这个被公认为极端的例子中，25% 的营业额几乎和 50% 或 75% 没有区别。绝大多数税收的源头都是前一年头一个 25% 的营业额。同样，如果 1 月 1 日持有的所有投资组合都被出售，那么就算营业额达到 100%、200% 或者达到 300% 也无济于事，因为投资组合的所有收益都要纳税（除了年末持有的股票中的未实现收益）。

出售基金的时机

就算你立志成为“长线”投资者，有时也有必要考虑出售所持有的基金，尤其当你所持的基金特征发生改变的时候。以下举出其中的几个例子：

- 基金经理换人。机构经常把表现卓越的经理调到新的职位。每年都可能有人退休，还有一些经理则在这个岗位上一干到底。但无论是哪一种情况，都可能导致投资理念的改变和出现投资收益不够好的情况。如果机构从外部调人的话，问题就更为明显。（当然如果你认识这位新的经理，或者喜欢他的话，又另当别论。）如果人事调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动仅限于内部，可以少些顾虑。如果他先前一直在协助打理此基金的话，就更好了。

- 其投资理念可能起变化。在经理不变的情况下，投资理念不太可能发生变化，但也不是完全没有可能。投资风格一贯保守的经理有可能突然变得激进起来，反之亦然。
- 投资者的需求改变。这种情况比上述两者更为常见。也许过去的几年里你一直在专注于股票型基金的投资，而现在正面临退休，那么保全资本就成了要务。这时你可能想转向债券型基金，甚至做现金基金的投资。但是如果投资者在短时间内有大笔资金入账，他就会产生碰碰运气的心态，选择风险性较大的投资。
- 投资无法达到预期回报。打个比方，从 1980 年开始的 10 年中，现金基金的回报基本上保持较高个位数的增长（某些情况下保持较低十位数增长）。可是到了 1990 年，增长数字跌到了较低个位数。（早知道会这样，你一定买债券，能有相当可观的资金回报。）即便如此，现在再转向买债券型基金或者股票型基金也不算太晚。
- 基金的表现在很长一段时间内不如其他类似投资工具。常胜基金几乎不存在。只有个别基金能在大多数时间保持良好态势。但是大多数投资题材都会偶尔失宠，打个比方，价值型基金疲软的时候，成长型基金却走势强劲。如果你的投资经理固定持有某一只他自己认为最佳的基金，那很可能偶尔遇到投资收益不如意的时候。（就连巴菲特在过去 30 年中也有四五次没有跑赢标准普尔 500 指数。）想要在其中找到平衡点，就必须使自己的投资管理和个人目标保持一致。

基金表现不如其他有着类似理念和目标的基金（其他价值基金），应该避免发生的正是这种情况。这就是说，错出在投资经理身上，而不是投资形式。投资者可以转换基金，承担与先前同样的或者更少的风险，以求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更大的回报。

如果出现能够提供更多回报的新型基金工具，它一定具有很大吸引力。几年来对美国基金的投资带来了丰硕的成果，可是转眼间这些基金的表现却不如国外基金。多数国家都能时不时地“火”一把。问题在于：这个国家及其股市是否有良好的长期表现？或者，你也可以在美国市场外寻求多样化的投资，选择投入一些资金购买欧洲或太平洋基金。

许多投资者所处的情况不允许他们直接管理自己的投资，但是仍旧希望能够参与股市交易，因为股票的长期回报很丰厚。就连巴菲特也承认，对这类投资者来说，指数基金的优势很明显。“虽然自相矛盾，可是如果‘傻’钱认识到自己的缺陷，那它就变得不再傻了。”

问题出现了：我们到底应该以什么为基准呢？从一个标准普尔指数基金最标准的计量走势，可以看出美国股票的大致情况。但这仅限于一个资产种类：美国大盘股。其他种类的基金有其他形式的基准，例如国际基金的各种小盘股指数以及 EAFA（欧洲、澳大利亚以及远东）指数。

除了这个策略以外，还有一个方法。有些投资者由于缺乏知识或手段，无法接触到某些板块，利用共同基金可以帮助他们实现愿望。打个比方，一个投资者可能对于投资美国股票感到如鱼得水，同时也可以通过投资于基金而间接投资于境外证券，只要这种操作被他认为是有必要的就可以。有一点我们应该知道：在美国上市的亚洲公司数目要比欧洲公司和拉丁美洲公司少得多，所以如果我们在自知个人对于财富管理方面的经验千差万别的情况下，仍然想参与世界投资市场，就可以通过投资于亚洲市场基金实现这个目的。

共同基金的评估

要想通过共同基金获得理想的投资业绩，你需要对它的投资风格以及投资经理的基本技能水平进行评估。正如巴菲特所说，“如果你不懂得宝石，那就了解珠宝商吧”。格雷厄姆和多德选择的基金的管理基础与很多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他投资基础截然不同，而且有明确的主张。无论投资经理的水平如何，投资的成败归根结底取决于投资经理对世界经济的看法在多大程度上与现实相吻合。还有一个警告：与其他人相比，像我们这样的“极端”投资立场不是完全正确的，就是完全错误的。

这里有两个选择共同基金的标准。一个标准是，尽量购买将来能复制“市场”的混合型资产，不管它是怎么界定的。整个投资顾问行业正在围绕着这种现象而形成。他们试图鉴定各种不同的投资风格，同时迫使投资经理选择并坚持其中的一种，以便他们能够协调共同基金从而为市场提供一个合理的代理。当然，他们想要自始至终获得理想的投资业绩，并试图在每一种投资形式中选择一位技能精湛的投资经理来达到这个目的。因此带有同样目的，投资经理常常被拿来与其他经理进行比较，其程度与整个市场比起来有过之而无不及。

选择共同基金的另一个基准是，尽量参照某个特殊人群的投资效果来跟踪了解整个市场的走势。我们认为这是由于一种我们称之为“退休势在必行”的现象。很多人担心他们的投资是否能够使他们过上跟他们的朋友一样的退休生活。因此，如果某人的朋友和家人都在购买技术股或互联网股，这个人不跟风进行类似投资才怪！否则，他会因为无法融入这个群体而不得不另外结交新的朋友。对于投入大部分资金购买公司股份的人群来说，这一条同样适用。如果投资能带来丰厚的回报，皆大欢喜！如果事与愿违，则大家“同病相怜”。

人们常常用“旅鼠的故事”来描述这种投资大众的从众心理。旅鼠是一种矮小的毛茸茸的动物，出没于欧洲北极圈附近。它们繁衍速度非常快，每隔几年其数量就会超出食物的供给。发生这种情况时，这些平常独居的动物就会成群地聚集在一起，离开他们的天然居所，义无反顾地向大海进发，寻找新的食物源。遇到阻挡去路的庞然大物，他们会群起而攻之。一到达目的地，它们就集体跳进海水中，结果当然是统统溺水而死。一种看法是旅鼠都“淹死了”。而另一种更有启发性的观点是，每一个跳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进海水中的旅鼠都跟同伴一样，以同样的方式“退休”了。

选择一种既适合你的投资目的又适合你的个人偏好的投资风格，是更为恰当的做法。投资风格最大的差别很可能不是小盘股和大盘股，而是价值和增长之间的差别。这两个衡量标准形成了共同基金投资风格的基础。一些基金评价者，主要是退休金计划顾问，要么把基金分类为价值型基金或成长型基金（或混合型基金），要么分类为小盘股、中盘股和大盘股。小盘股往往有更好的增长前景，而大盘股拥有更多的流动资金和可持续性。

GARP 基金和所谓的成长型基金之间的差别在于，GARP 基金意味着“以合理价格获得价值增长”（growth at a reasonable price），而积极成长型基金的投资者以获取最大价值的增长为目标，通过对增长潜力作出积极的假设，来证明其所付出的高昂代价（有时数额异常庞大）是值得的。至少暂时地，人们一定认为 GARP 专业人士的投资理念更贴近“成长型”或“混合型”基金风格，而不是真正的“格雷厄姆和多德式”基金风格。

这里还必须提一下所谓的“价值基金”。格雷厄姆和多德所宣扬的以及本书所提倡的价值被称为“深层价值”。深层价值通常包含在盈利增长前景有限的令人沮丧的周期性收益之中。在这种情况下，我们需要纵观各种各样的经济状况和发展趋势（包括下降趋势），要像评价债券一样对股票价值进行评估，此时通常应该依据其维持红利并坚守“原则”的能力以及资产价值。更为典型的价值基金，在衡量其价值时，往往依据盈利尤其是市盈率的高低，而不是其资产或红利的多少。如果价值基金只比较市盈率和增长率，就会低估或忽视那些被我们认为重要的因素。

也许只有少数主流价值基金遵循格雷厄姆和多德式基金风格。为了与其他所谓的价值基金区别开来，下面谈谈“格雷厄姆和多德式”价值基金的三大特点：

1. 格雷厄姆和多德式基金的投资者不愿花钱购买“成长型”基金，因此他们购买的股票增长前景比高个位数的平均指数好不到哪去，这一点很少有例外。他们转而指望通过红利和资产价值来获得额外的补偿。综合平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均增长前景来看，高红利提供高总回报率，也可能标志着低估了其增长价值。而格雷厄姆和多德式基金正是依靠收益和增长来获得总回报率，所以它可以给投资者带来丰厚的红利收益。

2. 格雷厄姆和多德式基金拥有很高的成交额，因为它很大比例的持股是被低估的资产——这些资产通常在购买一两年后按账面净值溢价卖出。在某些情况下，格雷厄姆和多德积极寻求这样的机会进行“风险套利”。在其他情况下，收购过程将遵循逢低购买的原则。

3. 格雷厄姆和多德式基金的市盈率未必很低，因为他们看好的往往是那些因为较差的盈利前景而失宠的股票。但相对于其他一些判断基准而言，如账面价值和销售额，股价却较低，这样在出现转机的情况下，升值的空间是很大的。

橡树基金投资经理（Acorn Fund，采用 GARP 基金投资风格）拉尔夫·万格把投资经理必须履行的责任与斑马进行类比：“假如你是一只生活在牧群中的斑马，相对于牧群中其他斑马而言，你要站在哪个位置，这是你必须作出的重大决定。积极进取的斑马，通常选择牧群的外围，这样可以吃到更好的牧草。但是，狮子可能靠近牧群。结果，牧群外围的斑马沦为狮子的午餐。银行信托部门这样的机构不应该成为牧群外围的斑马。”

此处有一个矛盾。20 世纪 90 年代末，保守型投资者通常具有内围斑马的特征。但从某种重要的意义上说，他们还是处在外围的斑马，因为他们只是适度接触到象征着内圈斑马的技术股板块。沃伦·巴菲特对此作了精辟的概括：“当别人贪婪的时候，你应该恐惧；而当别人恐惧的时候，你应该贪婪。”20 世纪 90 年代末，股市行情基本上可以用“贪婪”一词来概括，尽管在 1997 年和 1998 年秋偶尔遭遇像打嗝一样的短暂波动。在此期间，巴菲特先生满怀忧虑。但是一旦遇上暴跌，应该采用本书中所述的方法立即采取行动，因为寻求这种投资风格的投资者为数众多。20 世纪 30 年代的传统观念认为，“债券是唯一安全的投资”。当时得出这样的论断是在暴跌之前，而暴跌之后，情况则另当别论，这也正是本书所要阐明的一点。房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地产投资信托（REIT）预计到这样的暴跌，大量集中融资以产生红利收益，这就是本书第十七章所述的1999年债券类投资态势。暴跌之后，房地产投资信托创始人计划采用与新建立的观念可能背道而驰的相对激进的策略。

技术的飞速发展产生了两种效应：整个市场的收益提高，可让人感到矛盾的是，技术发展却同时降低了非技术板块的股票收益。由于技术股的预期收益相对高出非技术股，对非技术股造成了压力。接下来要讨论的正是为了说明一位保守的价值型投资者怎样选择共同基金。（当然积极成长型投资者在每个环节中都会有截然不同的看法。）投资者遇到的这种两难局面可以用表11.1中两两成对的决策模块概括。全球金融市场有两种状态：持续增长和暴跌，可能采纳的投资策略也有两种：积极的和保守的。根据投资策略和市场状态之间的不同互动，投资活动可能产生四种不同的结果：根据全球市场情况作出的“正确”抉择，其结果在表中用黑体表示。

表11.1　不同投资决策结果对比

策略＼世界形势	持续增长	暴跌
积极增长型	**巨大财富**	贫穷
保守价值型	中等财富	**相对财富**

在金融市场持续增长的前提下，如果你采取积极增长的策略，在以几万美元的启动资金为起点投资了几年后，你一定会变得“超级”富有，成了百万富翁。但一旦出现暴跌，你的大部分投资就会付诸东流，假如在投资中几乎倾入了所有的资金，那么你最终会变得一贫如洗。

如果采用本书中所述的保守增长策略，投资几年后，你也能达到小康水平，原先几万美元的启动资金增长到几十万美元，或者原先几十万美元变成100万～200万左右。当然，在持续增长阶段，这种保守策略的收益还要更高些。即使遇上暴跌，它也能为投资者提供有效保护。相对而言，这种策略在面临暴跌时优势更加明显，因为在那种情况下，比起由于采用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

积极增长策略而变得一贫如洗的人，你的处境会好得多。

上表中用宋体字列出的结果表示错误估计的后果。但是请注意两种结果之间仍存在不同。即便决策是错误的，保守价值策略还是能为投资者带来一定财富，这是一种精神上的嘉奖。然而，积极增长策略却导致贫穷——因错误判断而遭受重创。

对许多人来说，如果有 30% 的概率发生“暴跌”，即便统计概率结果偏向持续增长，保守增长策略还是比较可取的。但是根据本书上一节中列出的一些因素分析，我们相信出现暴跌的概率远远超过 30%，至少有一半的可能性，也许 21 世纪初很有可能出现暴跌。在这种环境下，只有最大胆的投资者才会铤而走险地采用积极增长策略。

大盘股和小盘股之间的差别大都是人为的。21 世纪初，小盘股代表价值，大盘股代表增长。可 20 世纪 70 年代的情况恰恰相反。在 1973～1974 年间，无论是大盘股还是小盘股都遭受严重打击，但是小盘股的收益和股价出现反弹的速度更快，更早地从 1973 年的石油危机中解脱出来。现在的投资范例暗示投资者在相对升值期到来前购买小盘价值股，总的来说，这种投资范例能带来的价值是具有吸引力的。

本书对此提出了一个理论，解释了大盘股和小盘股何时会升值和为什么升值。这个理论的基础是本书第二十章中提到的世代模型。二战期间和婴儿潮那几代人是“强劲”的，人到中年，他们以经理人的身份巩固经济成果。本书的理论指出，在这个时候，大盘股的表现良好。如“沉默的一代”和“X 一代”那样处在过渡期的较弱群体在 40～50 岁期间，对经济状况持不信任的态度，至少为了自己的利益，他们分散经济风险。所以说，20 世纪 60～90 年代，大盘股受欢迎，而到了 70 年代开始流行小盘股，在 21 世纪的头 10 年中，小盘股也会比较受欢迎。

不选择共同基金的理由

在这一章节，我们已经罗列了颇具权威性的论据，说明拥有共同基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的好处。如果我们有两种选择，一种是雇用基金经理为我服务，一种是自己管理自己的投资组合，此时购买共同基金又有哪些劣势呢?

首先，选择共同基金本身就是一门艺术。如果投资者对购买个股感到无能为力的话，那他也有可能不知如何选择共同基金。如果真是这样，你最还好是雇一位指导或顾问。

第二，如果你选择通过共同基金投资，那一定享受不到顾问能提供的个性化的服务。一位理想化的顾问对投资者的需求和个人情况了如指掌，并且能相应地制定投资组合。在过去，由于比较了解投资者的个人生活，投资顾问在一个家庭中的地位仅次于家庭医生。其实也没有必要对此感到惊讶，因为投资顾问本来就是一个家庭的“金融医师”。

第三，共同基金经常投资于一些新上市的证券或一些垃圾证券，这些证券普遍都不能满足投资者的具体需求。但是投资顾问有办法防止犯这种错误。再者，顾问不会因为不随潮流选择这些证券而备感压力，他不应该有这方面的困扰。购买共同基金就等于牺牲了拥有独立投资顾问的好处。

第四，有些共同基金的人气现在比股票还高，交易共同基金变得更加困难。事实上，有许多基金家族的购买和抛售是受严格控制的。因为基金交易会迫使资金流入和流出，这可能给基金经理带来很多不便。如果多个投资者在同一时间要求购买或者抛售基金，电话总是占线，可能造成延误。对一些经纪人而言，情况也是如此。但是最终整个市场都可能遇到这样的问题（“黑色星期一”就是一个例子），而不单单只是某一只基金。不管怎么说，共同基金是不能像股票那样被当天交易的，因为投资时依据的是当天的收盘成交价。

除了那些过于繁忙的投资者，所有人都应该至少打理一下自己的部分投资组合，这是为了能在投资业务中获取一点利润，也因此可以对一个共同基金经理或投资顾问的能力有所了解。有些投资者认为自己不依靠共同基金，反而能做得更好，另有一些投资者会考虑自己开展投资业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章
格雷厄姆和多德的国际投资法

这一章中，我们要讨论怎样利用格雷厄姆和多德的方法在国际市场上炒股。每个国家都有不同的估价方法，但只要稍作修改，格雷厄姆和多德的方法不仅可以在美国国内市场使用，同时也适用于国外市场。

二战刚结束，美国的国民生产总值（GNP）就占到了全世界的1/2，而今随着各国的国民生产总值不断攀升，美国的全球份额已经降到了1/3，至今仍在下滑中。美国人口不到3亿，在全球人口中所占比例不到5%。全世界除美国人以外的50多亿人并不都生活在资本主义社会，他们的经济活动状况也不一定能通过股市反映出来。要知道，生活在欧洲西部的3亿人和日本的1亿人只是个例外，不能说明所有国家都一样。西欧股市和日本股市的资产总和在全球的份额只是略微超过1/3，剩下的2/3中，美国股市占了大头。但是其他地方正在崛起，例如环太平洋地带和拉丁美洲，这些国家和地区正经历着工业化，工业化是实现资本化和完善市场之前的必经之路，这种发展趋势能带来许多投资机遇。在其他因素相等的情况下，国家的增长速度更快就意味着公司的成长速度更快，代表市场基本面的公司股票的成长速度也会加快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际投资的优势

国际投资能带来哪些好处呢？首先就是多样化。简单地说，国外市场能为你提供更多的股票选择，其中有相当一部分潜力股可能成为格雷厄姆和多德的选择。相对类似的美国公司而言，许多外资公司的市盈率(P/E)、市净率（P/B）和市现率（P/C）更低。就算估价都差不多，比起同行业的美国公司，有时那些高质量的外资公司的增长速度要快得多。

第二个要提的就是，国外市场拥有更多最有可能符合格雷厄姆和多德投资风格的行业，它们是一些提供基础材料的行业，例如水泥和钢铁业。在美国，这些产业都已经成熟，发展模式已经形成周期性，但在美国以外的其他国家可不是这样。过去的10年中，几乎没有人能在美国的水泥业股票中赚取投资利润，而且只有小部分胆子够大的投资者才选择钢铁行业。而拉丁美洲的同类股票，如墨西哥水泥公司（Cemex），能为投资者带来超过20%的年均回报，这与美国市场有着天壤之别。就连波多黎各水泥公司（Puerto Rico Cement）也能带来这么高的投资回报，虽然这个公司的技术是从美国引进的，但在2002年被墨西哥水泥公司收购以前，曾经在市场崛起的时候有出色的表现。

第三个投资国外市场的可能理由是，当一个国家跨入更高的发展阶段，更接近周边国家发展水平时，投资者就能在那儿获取投资收益。这种现象被称做趋同。大家都已经清楚地认识到其中的合理性了，这一点为投资新兴市场提供了理由。但是在20世纪90年代，趋同现象最大的受益者却是欧洲的中等发达国家，如西班牙、葡萄牙和爱尔兰。意大利在某种程度上也受益匪浅。

国外投资的最后一个理由是规避国内货币走弱的负面影响，这里说的货币对美国投资者而言就是美元。20世纪70～90年代的大部分时间里，由于越南战争导致财政赤字，美元一直都处在弱势（除了80年代中期里根总统成功振兴美国经济后，美元走势强劲的那段时期），21世纪初期，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元再次走弱。打个比方，如果一个欧洲公司的欧元收入提高 10%，并且欧元对美元升值 5%，那么以美元计算，这个公司的收入就提高了 15%。

国际投资的劣势

境外投资当然也有劣势。比如，相对美国公司而言，投资者在获取外资公司信息时会遇到更多困难，但这一点在格雷厄姆和多德的方法里被认为是境外投资的好处。格雷厄姆和多德注重的是资产和资产负债表，是为信息披露处在初级阶段的国家设计的。这些国家的国内投资者为之受累的难题，美国投资者也同样要面对。这将导致市场运作效率低下，而市场分析也将得到回报。换一种说法，壮大的分析师队伍已经把成熟的市场三下五除二地标了价，其中有国内分析师，也有国外分析师，各大主要的美国股票都在他们的关注范围之内，所以对于投资者关注的某知名公司的一切，分析师都能给出答案。但是多数美国以外的国家却不是这样，所以在国外寻求价值投资的机会比在美国更容易些。

美国的公认会计准则也和国外的有区别。在美国上市的外资公司在会计准则上和美国公司有差别，主要体现在收入和账面价值的计算上，这些差别必须在财务报表的背面写明。这样方便美国投资者清楚地看到公司的盈利和资产。外资公司每半年要做一次财务报表，不过现在基本上都采用季度报表。美国证券交易委员会在公布报表和地域报表及附注披露方面设有严格标准，美国存托证券的发行必须符合这些标准。

一般来说，这些区别都不是决定性的，但有时它们也显得很关键。大多数这样的区别都和贬值、商誉摊销或递延税款有关。有些国家的应急储备额度比美国高，虽然这样可能降低报表中的收益，却可以保持收益的稳定。然而投资者必须引起注意，这个国家的国内投资者会把更多注意力集中在本国的会计方式上，所以在国内投资者人数占主导的情况下，这个国家的会计数据才起决定性作用。

美元在 20 世纪和 21 世纪之交及 20 世纪 80 年代走势强劲，如果美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再次走强，就会让外汇交易成为另一个妨碍境外投资的因素。2000 年和 2001 年，当美元走势特别好的时候，好几个国家的股市都出现了下跌，按当地货币计算，其价格与美国股市平均价是一致的。但是换算成美元以后发现，这些股市的跌幅比标准普尔 500 指数多了几个百分点。货币浮动能给股市带来非常巨大的影响，所以本书要用一个独立的小节来分析这个因素。

在这里提醒一句：由于市场的全球化发展，国际股票的交易在价值方面一直都是与美国股市保持一致的。只要从美国市场流出，再流入国际市场的依然是同一笔钱，上述的价值一致就成立，反之亦然，而事实上这种情况越来越明显。各大经纪行正根据行业的不同组织研究工作，进行国际贸易活动，而不是根据国家进行区分。石油是以美元标价的，而一些生产石油类商品的公司的股价走势或多或少都与全球市场有着紧密的联系。只要这种趋势持续存在，其他行业的股票走势大致相似。

币值波动问题

币值波动是美国投资者不信任国际股票的原因之一，但这并不像人们通常所想的那样令人担忧。一方面，大多数主流的美国股拥有重要的国外企业，因此这些股票的投资者已经暗中承担了外币风险。同样，这些国外企业常常拥有重要的美国企业。比如，一家美国药业公司本土销售额是 60% ~70%，那么就要承担 30% ~40% 的外币风险，而一家英国公司如葛兰素史克，在美国销售额达到 30% ~40%，同时还拥有其他海外销售。这样一来，美国和外国公司之间的外币风险大约是 30%，而不是 90% ~100%。

当然，美国跨国公司在投资国外市场时也同样要承担货币风险。比如，可口可乐公司在美国本土以外的销售额几乎占了 2/3。如果当地货币相对于美元贬值，这些销售就要承担货币风险。但可口可乐销售范围如此广泛，任何孤立的一种或一组货币都不会对其实际收入产生很大的影响，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是它的一大特色。只有当所有的外国货币相对于美元都贬值时，外币风险才会对公司造成损害。

弱势货币对于经营方来说实际上是有利的。如果一家公司进行用美元来计价的石油或金属之类的产品交易，而本币购买能力处于弱势，这种情况下优势尤为明显。如表12.1，假定第一年本币对美元的汇率是5:1，而第二年为10:1。请注意，从美元的角度而言，公司在本国货币处于弱势时实际上比货币坚挺时有更好的销售业绩。这是因为它的税收是按美元来计算的（按本国货币计算则要加倍），而它的成本却按本币计算。

表12.1　币值波动对净收益的影响

	本币		美元	
科目	第一年	第二年	第一年	第二年
销售额	100	200	100/5 = 20	200/10 = 20
销售成本	50	50	50/5 = 10	50/10 = 5
折旧	10	10	10/5 = 2	10/10 = 1
利息	10	10	10/5 = 2	10/10 = 1
税前收益	30	130	30/5 = 6	130/10 = 13
税额（50%）	15	65	15/5 = 3	65/10 = 6.5
净收益	15	65	15/5 = 3	65/10 = 6.5

注意，从美元的角度而言，第二年销售额仍是固定不变的（按本币计算则要加倍），但是因为本币购买能力处于弱势状态，美元的成本随之下降。

国际投资中的美国存托凭证

美国投资者可以通过买卖美国存托凭证（ADR）进行海外证券的交易。在美国市场上，有相当一部分海外证券都是以存托凭证的形式存在的。这些企业包括海外市场上最知名的大型公司。在美国上市的许多企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功地运用格雷厄姆和多德的投资方法，并且已经发展得相当成熟。散户经纪也可能在美国人比较熟悉的境外股票交易场所购买股票进行国际投资，比如伦敦或者东京。可是在智利圣地亚哥股市进行交易又是另一回事，所以本书讨论的重点就是美国存托凭证。

一般情况下，政府是不允许自己国家的公司股票流到国外的。所以这些股票由国内的外汇储蓄机构持有，这里的外汇储蓄机构持有很可能就是一家美国银行在当地的分行。这家银行就会随即向美国市场发放与实际持有的股票相应的美国存托凭证。这项业务的三巨头是纽约银行、花旗集团和摩根大通银行。

美国存托凭证分几个种类。首先，让我们讨论一下非参与型存托凭证(Unsponsored ADR)。这一类是银行专门为大型机构投资者的交易设计的，没有公司的赞助。非参与型存托凭证正在渐渐地失去人气，因为即便是对大型机构而言，这类证券的操作也过于烦琐。

第二类美国存托凭证被称为参与型存托凭证（Sponsored ADR)。交易这类证券的公司必须承担记录备存、转让和其他一些费用。最低等级的证券，也就是一级存托凭证并没有在美国股票交易所上市，而是在“粉单市场”（pink sheets）上进行场外交易。二级存托凭证的信息披露幅度相对更大些，符合在美国本土上市的条件。而三级存托凭证在美国既能实现上市，又能作为新股公开发行，这是因为三级存托凭证的披露要求比二级更高，基本上与美国公司现行的股票披露要求保持一致。通常，如果一家外资公司（或献售股东，例如国家政府）打算在打入美国市场的同时，公开发行公司股票，那美国存托凭证便应运而生了。多数存托凭证都在纽约证券交易所上市，还有一些则在美国证券交易所或纳斯达克系统上市。证券价格以美元计算，但在存托凭证相应股票所在国家的交易市场上，股价按照本国的货币兑美元的汇率折算成当地货币。从美元兑本国货币的汇率角度来看，通常存托凭证的美元价格都会有微小的浮动，幅度大约在1%~2%，但这些差别只是暂时的。偶遇汇率浮动大增的情况，可用套利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易平仓。

其他形式的美国存托凭证只对大型机构开放，因为这些证券信息披露度有限，资产流动性小。一些存托凭证是按照与私人配售相关的美国证券交易委员会“144 规则”设立的，通过电子网站门户系统交易。全球存托凭证（GDR）允许公司同时在全球多个国家出售自己的证券。它们可能同时在美国和欧洲分别通过“144 规则”和“S1 规则”获得上市许可。欧洲存托凭证则对证券的信息披露设定了要求。

美国存托凭证可能给美国常规股票的交易带来很多不便。存托凭证的经纪人手续费和结算规定与相关的普通美股相似，而与其背后的境外股票不同，那些境外股票已经在银行的证券监管范围内了。同样，证券转换安排和股息分配（以现行的美元汇率计算）由银行打理。但是股息会随汇率在外汇申报和结款日期间的汇率变化而浮动，除非两者都是以美元申报的。

美国存托凭证还能调整股票发行价格，使其保持在美国投资者可以接受的范围内。许多国家的股票价格都与美国的很不一样，在美国本土，股票价格是以 10 美元为单位计算的。而在亚洲市场，美国股价是以 1 美元汇率计算的。欧洲的资产流动性较低，有股票交易活动的欧洲人数量也不多，所以要用等量的 100 美元汇率计算股价。因此，每股美国存托凭证可以代表 10 股亚洲股票。同样，许多欧洲股票每股需要 5 ~ 10 股美国存托凭证才能对等。

欧洲公司

欧洲正在缓慢而坚决地向美国投资者开放市场。1990 年前，以美国存托凭证形式上市的公司为数不多，大多数都是在 1990 年后以美国存托凭证形式上市的。相信到了 21 世纪，欧洲公司在美国上市的数量一定更多，因为全球许多公司正进行跨国融资（以及认购证券）活动。虽然传统的欧洲公司习惯以孤立的形象示人，但是欧洲货币联盟正迫使这些公司从区域合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作的角度考虑问题，并敦促它们在某些时候考虑全球合作的可能性。

英国是所有国家中拥有上市的美国存托凭证最多的国家。这主要是因为两国之间语言相通，还因为英国在会计准则的大多数方面也和美国相仿。英国大多数能源公司都在美国的股票交易所上市，包括英国石油公司（BP）、壳牌石油（英国壳牌是荷兰皇家壳牌集团的姊妹公司）和BG集团（前英国燃气公司）。在通信领域，英国电信集团（BT Group，前英国电信公司）是最便宜的股票（如果考虑其资产价值的话）。沃达丰（Vodafone）的股票不便宜，走势也并不是最好的。我们把英国电信公司归入适合进分类加总分析的股票之列，它有两个子公司：大东电报局（前水星通信公司，Mercury）以及前香港电信公司（Hong Kong Telecom）。

食品和药品公司中包括帝亚吉欧（Diageo）和吉百利史威士（Cadbury Schweppes），以及阿斯利康制药有限公司（Astra Zeneca）和葛兰素史克（Glaxo Smithkline）。20世纪90年代的许多时间里，这些公司的股票和相应的美国存托凭证的销售都在格雷厄姆和多德的标准之外。1993年，捷利康药业（Zeneca Pharmaceuticals）“解体”（资产剥离）后，帝国化学公司（Imperial Chemicals）的股票表现才终于名副其实，也是一只相当不错的价值股，但是帝国化学的财务业绩不佳，所以美国投资者就不敢买它的股票了。

公用事业股票，如英国专业能源（Power Gen）和国家电力（National Power），一般比较适合美国的选股标准，但是英国政府对其监管过于严格，使得这些股票表现平庸，无太大投资价值。虽格雷厄姆和多德倾向于投资与水相关的行业，但这些行业毕竟是当地企业，所以并不是很迫切地想在美国的交易市场上市。英国还有一些银行股在美国以存托凭证的形式上市，其中包括汇丰银行（HSBC）和巴克莱银行（Barclay）。但是被认为是最佳的银行股投资选择的劳埃德银行（Lloyds Bank）却没有上市，不是美国存托凭证，就连英国保诚集团（Prudential PLC）也没有上市，保诚是一家保险公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英国的重型制造业中有一些股票是格雷厄姆和多德最好的投资目标，而且美国投资者也有机会投资这些股票。这些企业中包括英国汉森（Hanson）和统集（Tomkins）之类的集团公司。英国康力斯集团（Corus Group，前英国钢铁公司）也许偶尔能成为英国最典型的格雷厄姆和多德式投资目标。投资者也可考虑英美资源集团（Anglo American）和矿业公司力拓集团（RTZ）。

服务行业中英国兰克集团（Rank Organization）与施乐公司合作，开了一家合资公司，算是兰克集团的一笔“隐形”资产了。20 世纪刚进入 90 年代的时候，广告代理巨头 WPP 集团进入了格雷厄姆和多德的标准，但是 WPP 在 90 年代末期失去了迅猛的发展势头。

一些杰出的法国公司的股票也以美国存托凭证的形式上市，例如道达尔石油燃气公司（Total）。该公司和前国有公司埃尔夫·阿奎坦（Elf Acquitaine）也在 20 世纪 90 年代早期成为美国存托凭证在美国上市，但是道达尔最初与石油财务公司（Petrofina）合并以后就收购了埃尔夫。道达尔的前主席塞奇·特鲁克（Serge Tchuruk）转入了阿尔卡特（前阿尔卡特－阿尔斯通集团）（Alcatel Alsthom），跳槽以后特鲁克带头发起大变革，阿尔卡特的股价因此上涨，超出了格雷厄姆和多德的范围。特鲁克的加盟解了阿尔卡特的燃眉之急，在他之前的那位主席导致公司与法国政府不和，陷入法律困境。在技术板块脱颖而出的则是意法半导体公司（ST Microelectronics）。

20 世纪 90 年代中期，安万特制药公司（Aventis，前罗纳·普朗克公司，Rhone Poulenc）以账面净值差不多的价格出售公司股份。罗纳·普朗克制药公司是乐安公司（Rorer）与美国罗纳·普朗克制药合并后建立的企业，而安万特掌握了罗纳·普朗克－乐安制药公司（Rhone Poulenc Rorer）的多数股份，所以安万特的账面净值对固定资产只是一笔带过。事实上，在 1996 年前期，安万特公司的股票售价只有其美国药品分支公司的利润那么多。从这个意义上来说，这个大型化学企业就等于白白送给投资者了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1997 年，这种情况进一步凸显，该公司分支的少数股份被抢购一空。而后，该公司与德国赫司特公司（Hoechst）合并，放弃了大部分原有的药品业务，把所有的资金和精力集中到保健业务。这是一个通过把资产变成货币进行重新投资，创造股份价值的例子。

法国金融机构一般都不会以美国存托凭证的形式出现在美国交易市场上。不过这其中也有例外，最具代表性的就是金盛人寿保险有限公司（AXA），由法国安盛集团（Axa）和中国五矿集团于 1996 年合资组建。在餐饮行业领域，达能集团（Group Danone）以及 LVMH 集团（Louis Vuitton Moet Hennessy）高昂的股价反映出这个产业的本质，全球范围内品牌产品的股价尤其高。从 20 世纪和 21 世纪之交开始，这种价值的缺失还涉及法国电信集团和 Equant 公司。可是到了 2002 年，这些企业可能因为遭遇困境导致股价下跌。

现在荷兰多数公司的股票都在美国以存托凭证的形式上市。过去 20 年中，荷兰股市的表现可算得上是数一数二的了，因为大多数荷兰股票在上市和在美国展开投资以前，就已经采用格雷厄姆和多德的投资方法了。直到 20 世纪 80 年代中期为止，荷兰皇家石油（以及其姊妹公司英国壳牌集团）是股价最便宜的主要石油股。阿克苏诺贝尔（Akzo Nobel）的前身，也就是阿克苏集团，其股票早在 20 世纪 90 年代就已经成为经典的格雷厄姆和多德投资选择。全球保险集团的股价也在 20 世纪 90 年代中期迅速上涨，突破了格雷厄姆和多德的投资范围。荷兰银行板块也发生同类情况，如荷兰国际（ING）集团以及荷银（ABN Amro）。大型食品公司联合利华也在那段时间因为公司重组而大获收益。飞利浦电器的股票一贯是格雷厄姆和多德式的理想投资目标，飞利浦在其他半导体公司也有股份，在根据这些股份的利润价值调整股价后，公司的格雷厄姆和多德风格更为突出了。然而，电话公司荷兰皇家电信（KPN）以及邮政服务商 NT Post 的情况却与之大相径庭。在荷兰的大公司中，只有从事酿酒业的喜力没有以存托凭证的形式在美国上市，不过通常喜力股票也不合格雷厄姆和多德的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资口味。

伊比利亚地区的国家开始拥有一部分格雷厄姆和多德式投资的时候，正是1996年欧洲各国之间产生“趋同”现象后，影响范围涉及债券市场和股票市场。西班牙的美国存托凭证中包括从事电力产业的国家电力公司（Endesa）以及西班牙电信（Telefonica）。西班牙电信公司在阿根廷、巴西、智利、秘鲁以及委内瑞拉的一些电话公司都拥有股份。在美国上市的西班牙公司股票中还包括一些银行股，例如西班牙对外银行（BBV）以及西班牙国际银行（Santander）。后者随后与洪都拉斯中央银行（Banco Central de Honduras）合资建立了西班牙桑坦德中部银行集团（BSCH）。由于20世纪90年代西班牙银行利率高，市场竞争激烈，银行板块一向是非不断。但到了90年代中期，这两种压力都开始减弱。对外银行和桑坦德中部都在美国市场上进行投资活动。21世纪初，由于受到拉丁美洲企业的影响，这些银行股走势低迷，最终成为较为理想的格雷厄姆和多德式投资选择。

西班牙能源公司莱普索尔（Repsol）在能源供应商Gas Natural和拉丁美洲都拥有资产储备，并且进行投资，所以莱普索尔曾经为这些储备和投资修改了资产负债表，在这之后，公司的股价有时会接近格雷厄姆和多德的投资参数。莱普索尔在欧洲是一家处于下游的公司，与阿根廷前国有石油公司Yacimientos Petroliferos Fiscales（YPF）合并以后，公司扩大了开采和生产的业务，而YPF也在前些时候收购了美国的迈势能源公司（Maxus），与阿根廷的关联使莱普索尔的股价在2002年遭受严重打击。

美国存托凭证中的葡萄牙股票包括葡萄牙电信（Portugal Telecom）以及葡萄牙商业银行（Banco Comercial）。到了20世纪90年代末期，这些股票的价格都超出了格雷厄姆和多德的投资范围，其中的原因也是先前已经提到过的“趋同”现象。

再来说说中欧国家的情况。德国也有几家公司以存托凭证的形式在美国上市，其中最著名的恐怕就是戴姆勒－克莱斯勒集团。作为一家美德合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资公司，戴姆勒－克莱斯勒被证明是德国最经典的格雷厄姆和多德式投资选择。过去几年中，不时也有其他的德国公司在美国上市，并且符合本书中所提到的标准，例如从事电力的德国意昂集团（Eon）（前费巴公司，Veba）以及化学公司巴斯夫集团（BASF）。1995 年，西格里碳素（SGL Carbon）以德国股份的形式通过格雷厄姆和多德价格评估上市，两年以后通过美国存托凭证上市。还有其他一些德国公司，如 SAP 软件公司以及费森尤斯医疗（Fresenius），也在美国市场上通过存托凭证上市，经常吸引大批成长型投资者，但是价值型投资者并不倾向于这些股票。

在意大利市场上，最具格雷厄姆和多德特色的就是汽车公司菲亚特（Fiat）的股票了。1995 年，能源公司埃尼集团（ENI）以及意大利通信集团也加入了美国存托凭证的行列。这样一来，对美国投资者而言，意大利股票的选择范围骤然扩大，投资质量也迅速上升。INA 保险公司以及圣保罗银行（San Paolo）也相继在美国上市。美国投资者还可以选择其他意大利消费品行业的股票：纳图兹家具集团（Natuzzi）、贝纳通（Benetton）、斐乐（Fila）、古奇（Gucci）和眼镜巨头 Luxotica 集团。

早在 1987 年时，斯堪的那维亚半岛瑞典的爱立信通信集团就已经在格雷厄姆和多德的投资行列中了，但是到 90 年代便不属于此列了。长久坚持格雷厄姆和多德投资风格的有重型制造业公司伊莱克斯（Electrolux，白色家电）和沃尔沃（Volvo，汽车制造），ABB 集团（电力工程）的股价有时也在格雷厄姆和多德范围内。芬兰的通信设备公司诺基亚（Nokia）的涨势较好，可是斯道拉－恩索纸业集团（Stora Enso）更加符合经典格雷厄姆和多德价值标准。挪威的两大美国上市公司是海德鲁公司（Norsk Hydro）以及挪威 Saga 石油开发公司，从两者的走势看，都是不错的格雷厄姆和多德投资选择。丹麦也有两家上市公司，诺和诺德制药（Novo－Nordisk）以及丹麦电信公司（TeleDenmark），这两家公司虽然在 20 世纪 90 年代中期之前确实符合格雷厄姆和多德的投资标准，但后来便失去了这个特点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亚洲公司

奇怪的是，日本是一个相当好的格雷厄姆和多德式投资市场。这是因为长期以来日本一直保持着较低的利率水平，大约在1%～2%。相对于如此低的利率来说，用于比较盈利和股息收益的规则相当实用，即便21世纪初之前市盈率很高的情况下，也是如此。许多日本公司账面净值和现金流也处在较低的水平。因此，即便在1999年以来经济形势普遍恶劣的情况下，日本公司也可能拥有“隐性”收益。追求市场份额是日本公司的基本原则，有时它们甚至以牺牲短期利润为代价来达到此目的。由于政府鼓励（并补贴）银行贷款，使得日本公司的资产水平被人为地抬高。这一社会契约在整个20世纪80年代大大推动了资产扩张，尤其是房地产和金融资产的扩张。但是由于国内生产总值增长缓慢而导致的多米诺骨牌效应，这种泡沫经济在20世纪90年代宣告破灭。在美国股息收益率下降到目前历史上较低的水平之前，按照美国的标准，股息收益率是略微偏低的。但是即便在20世纪90年代之前，相对于各自的利率而言，日本股息收益率实际上还是比美国股息收益率要高一些。

亚洲地区，在日本上市的美国存托凭证为数最多，其次是中国。最好的两个代表是汽车行业（本田、日产、丰田以及斯巴鲁的前身）和电子公司（日立、松下、任天堂、TDK株式会社以及其他的品牌）其中很多都是价值线排行榜上有名的公司。这些公司以及东京海上火灾保险公司和华堂商场（零售商）都采用以账面净值为基础的格雷厄姆和多德式投资风格。但是世界上曾经最昂贵的大公司日本电报电话公司（NTT）或瑞穗银行（银行集团）却很少如此。美国共同基金中，马丁·惠特曼的第三大道价值基金在日本投入巨资，恐怕投入得太多了。尽管曾被长期信用银行伤害过，马丁·惠特曼对金融仍然情有独钟。

而中国却是一个新兴市场。在中国上市的美国存托凭证主要集中在化工品（吉林化纤和上海石化）以及公用事业（中国电信、华能电力和山东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电力），它们采用的都是格雷厄姆和多德式投资风格。中国内地也有大量公司在香港上市，其股价相对于资产而言是很昂贵的。除此以外，即便按照东亚地区较低的标准，小股东的权益也往往得不到有效的保护。

在韩国上市的美国存托凭证为数不多，但都是大型的知名公司，包括韩国电力（Kepco）、浦项制铁（Posco）、韩国国民银行、韩国电信公司以及韩国移动通信。前两个公司韩裔美国分析师在《投资通讯》上曾报道过。这些公司和三星电机（以海外存托凭证而不是美国存托凭证的形式）几乎占据韩国一半的市值。在 1997 年末“亚洲禽流感”危机之后，这些公司都转型投资于格雷厄姆和多德式基金。

亚洲其他地区的美国存托凭证则少之又少。其中主要有 Indosat 公司和印度尼西亚电信公司、新加坡创新科技、菲律宾长途电信公司等。

澳大利亚、新西兰和南非公司

在地理位置上，澳大利亚和新西兰与东亚相去不远，但是在文化方面却没什么渊源。和非洲一样他们都曾是英国殖民地，因而仍延续了英国的传统。澳大利亚主要工业企业几乎都是采用美国存托凭证的形式上市，而新西兰的两大重要产业——电信和自然资源也是如此。20 世纪 90 年代初，澳大利亚的三大银行股澳新银行（ANZ）、国家银行（NAB）和西太平洋银行（Westpac）都主要采用格雷厄姆和多德式投资风格，而澳大利亚碧海璧公司（BHP）和力拓公司（Rio Tinto）的价格偏高一些。到了 20 世纪 90 年代末，情况却正好相反。澳大利亚的三大银行股价格暴涨，而集矿业能源于一体的碧海璧公司却因缺乏资金而露出窘态。这种情况或许适合进行周期性分析：20 世纪 90 年代是银行股发展的 10 年，而 21 世纪的头 10 年则是碧海璧公司 、力拓公司和西部矿业发展的 10 年。2001 年，碧海璧公司与南非比利顿公司（Billiton）合并为必和必拓公司（BHP Billiton）。

在其他主要板块，默多克的新闻集团在 20 世纪 90 年代初濒临破产时，采用格雷厄姆和多德式投资风格，并扭转了局面。现在，它是世界范围内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在债务的巨大压力下定价过高的企业中的典型代表。澳大利亚零售企业科尔斯·梅耶（Coles Myers）和澳大利亚电信公司（Telstra）只是在最近才适合进行我们这种投资形式。电力公司既没有在澳大利亚股票交易所上市，也没有在美国股票交易所上市。主要的新西兰股票新西兰电信公司有时候会低于修订投资价值进行抛售。以前的 FCF 林业公司旗下的林业和建材副产品，是更为明显的格雷厄姆和多德式投资选择。该公司旗下的能源和纸业分公司从那以后也被收购了。

南非主要以资源股而著称，资源股超过了综合指数的一半，其中很多都是采用美国存托凭证的形式上市，包括英美资源集团、南非英美铂业、南非矿业公司、南非炼油公司等。这些公司都曾因种族隔离政策提供廉价劳动力而受益匪浅，但是现在由于种族隔离政策被废除而不再有利可图。“提高黑人经济权利”这一倡议迫使资源公司把合同让与效率较低的黑人拥有的企业，这样一来，收益可能会进一步下降。除了矿业以外，还有一些比较好的南非公司在伦敦交易所上市，但与美国交易所无缘。

拉丁美洲公司

对美国投资者而言，拉丁美洲可能是最理想的格雷厄姆和多德式投资区域。这其中有好几个原因。第一，这个市场拥有最多具有经济重要性的美国存托凭证。第二，拉丁美洲市场与亚洲市场不同，前者是价值型的，后者更偏向于成长型。第三，可能就是地理及文化上的优势了，拉丁美洲在这些方面与美国比较相近，而且这个区域的公司往往会根据美国公司惯用的会计手法进行内部调整，甚至在许多情况下还有意模仿美国公司信息披露的方法。在这一点上，除了英格兰的公司，一些欧洲和亚洲企业都不及拉丁美洲的企业。

拉丁美洲最大的 5 个国家都有无线通信行业的公司股票在纽约证券交易所上市。智利电信公司于 1990 年成为头一只在美国上市的拉丁美洲证券，紧接着是墨西哥电信公司，简称墨西哥电信（Telmex）。1994 年，两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家阿根廷公司在美国上市：阿根廷电信（Telefonica of Argentina，主要负责本国南方地区业务）以及阿根廷通信（Telecom of Argentina，主要负责本国北方地区业务）。但是在这之后阿根廷电信的少数股东权益被西班牙的电信总公司收购了。在所有上市的大公司中，于1995年上市的巴西电信（Telebras）位居最末，但是这家企业在1998年分裂成11家区域公司，在各地独立经营，这一点弥补了原来的劣势。委内瑞拉电信在纽约证券交易所上市。

代表性居第二位的产业中，上市公司大多从事饮料业。其中的啤酒公司有巴西美洲饮料公司（AmBev）和智利清啤（Cervezas）。其中与可口可乐公司合作的灌装公司有智利的安特烈（Andina）以及墨西哥的芬莎（Coke Femsa），后者收购了巴拿马饮料公司，这家巴拿马企业在墨西哥、巴西、哥伦比亚及委内瑞拉都上了市。智利还有一家酿酒企业也在美国上市，它就是甘露酒厂（Concha y Toro）。在消费品行业，拥有美国存托凭证的企业有巴西的糖包山（Pao de Acucar）以及墨西哥电器零售业巨头Elektra。

银行板块也有不错的美国存托凭证，其中包括智利圣迭戈银行（Santiago）及巴西的布拉德斯科银行（Banco Bradesco）、伊塔乌银行（Banco Itau）及联合银行（Unibanco）。拉美地区的一些小国家也有银行股在美国上市，哥伦比亚有两家这样的银行：哥伦比亚银行（Banco de Columbia）及畜牧银行（Banco de Ganadero）。还有秘鲁的Credicorp银行及巴拿马的Bladex银行，后者主要为拉美地区提供贸易金融服务。这些股票的售价通常都在格雷厄姆和多德的估价范围内，而且根据这些国家各自的经济增长前景来看，我们有理由相信这些股票是不错的投资选择，但是与美国银行不同的是，这些银行对当地的经济发展情况反应更为敏感。

在能源领域，智利有几家大型公用事业企业在美国上市。其中包括Endesa（智利）及Enersis电力，后者是一家控股公司。巴西拥有两家小型的区域上市公司：Cemig能源公司和巴西的巴拉南能源公司（Copel）。阿根廷的电力企业的规模比智利的小得多，所以其股票只能在当地上市。不过阿根廷有两家天然气企业，Metrogas及Transportadora，在纽约证券交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所上市。墨西哥的电力公司属国有企业，因此即便在本地市场也不见其上市。墨西哥以及委内瑞拉的原油公司也都如此。巴西石油公司（Petrobras）于2000年在纽约证券交易所上市。

在自然资源领域，墨西哥水泥公司（Cemex）在国内相关产业中规模最大（也是世界第三大水泥公司），而且也通过美国存托凭证上市。其他众所周知的格雷厄姆和多德式投资包括秘鲁的矿业公司布依纳文图拉（Buenaventura）及秘鲁南部铜矿集团，还有巴西前国有钢铁企业黑色冶金公司（CSN）。

现在的趋势似乎倾向于建立区域市场和关税同盟。1993年，美国、加拿大和墨西哥签订了《北美自由贸易协定》（NAFTA），涵盖范围包括美洲中部以北的所有地区。关税同盟眼下仅此而已，可看起来内部运作情况十分和谐。作为美洲最南端的国家，智利试图通过“走后门”加入这个联盟，于是与墨西哥签订了一项经济协议。21世纪初，美国总统乔治·W·布什与多数拉美地区国家开展对话协商，一个美洲自由贸易区域有望建成。到那个时候，这些拉美国家的债券收益以及债券和股票在证券市场上的比率都将趋同于美国标准，墨西哥的经验已经证实了这一点。当然这种变化并没有立刻出现（1994年的经济崩溃严重拖了其后腿），而是在世纪之交时才显现。

1999年，欧盟的11个成员国建立了一个货币联盟，一致同意统一货币，欧元从此诞生。这11个成员国中包括原来6个共同市场国家——比利时、法国、德国、意大利、卢森堡以及荷兰，还有奥地利、芬兰、爱尔兰、葡萄牙和西班牙。许多东欧国家，如希腊、捷克、匈牙利、波兰等国也随即加入同盟，预计还有些国家也将加入。但是英国、瑞士及瑞典的缺席值得注意，虽然英国和瑞典都是共同市场国家，虽然欧盟实行统一货币的策略，但是这几个欧洲国家各自的货币政策以及其他经济变量的相似度却不如北美同盟的参与者。现在的情况是：欧盟没有像美国这样的国家来担任说一不二的领导角色，而是被法国和德国这样实力相当的“兄弟连”所领导。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章
格雷厄姆和多德的房地产投资视角

作为一种投资工具，房地产结合了债券和股票的优点，它既像债券那样能够提供更多的固定收入，具有安全性高的特点，又具有股票的升值潜力。事实上，虽然冒着打击那些潜在投资者投资于股票及债券的信心的风险，本章还是要讨论房地产投资的好处，谈一谈格雷厄姆和多德对这个市场的投资观点。本章还将讨论如何利用类似于股票和债券的投资工具，最大限度降低持有实体房产的风险。

在用于投资的美元金额不变的情况下，房地产投资比股票安全。这就是为什么贷方给按揭贷款保证金以更大的额度，大概有 80% 或更多，相比之下股票的融券交易一般只有 50% 的额度。房地产的升值前景历来都比证券市场低 1 个百分点，而它的现金收益率与企业债券差不多，在每年 7%～9%，这个数字比绝大多数股票大多数情况下的股息收益率都要高。1932 年和 1980 年左右却是股票收益较好的年份，这是例外。（在这些时间里，股票在收益率上表现出对房地产投资的竞争力，这说明当时应该购买股票。）所以房地产的潜在收益总量，也就是资本收益和收入，每年比证券的总量高出 2%～3%。购买房地产能够为投资者带来稳定的资本收益及收入，从这一点上来说，房地产与价值型股票类似。（如果你把房屋租出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去，那收入是显而易见的。如果你不想把房子租出去，而是自己住，那房产收入就是潜在的。）较大的安全性和较高的收入可能导致杠杆作用的产生，因此安德鲁·卡内基等人注意到，拥有和购买房产是最为快捷的致富之道。

既然房地产投资的特点在于相对稳定性，我们就不太可能像在疯涨的股市中那样在房地产市场大赚一笔。（然而，你也可以通过最大限度调整房地产投资，以求在权益资本上取得类似的成果。）但是投资者还是对房地产投资存在普遍的不满，他们觉得房地产投资不如炒股刺激，因为房产报价不同于股票市场上的浮动报价，并不是天天都能看见的。

尽管如此，许多人还是对房地产投资望而却步，这也无可厚非。房地产投资规模比证券要高。通常情况下，房屋和其他房地产类型的财产占个人净财富的大头。投资者可以拿出 1 000 美元来投资股票，但这些钱是无法用来投资房地产的。即使现金支出很少，典型房地产投资的交易金额也要达上千或上万美元。事实上，这体现的是杠杆作用的特点，而不是抵押担保，所以房地产就成了有风险的投资。举个例子，如果你完全用现金购买一套 10 万美元的房子，而后来房子的价值跌去 3 万美元，那么你就损失了 30%。这确实很让人痛心，但是即使房价走低，也只是可能出现这种情况，可是假如选错股票，你会倾家荡产的。同样是这套 10 万美元的房产，你也可能采用传统的分期付款法，也就是说预付 2 万美元，贷款 8 万美元。如果在这种情况下，房产价值跌去了 30%，那你的资产净值就会全部付诸东流，更糟糕的是，这时的房屋价值比按揭金额还少 1 万美元。（事实上，常常是因为一些企业欠款太多，才会导致在股市上全盘皆输，到头来才发现自己巨额的贷款金额比企业本身的资产还要多。）

投资房地产的好处

与股票比起来，融资更容易是房地产的一大优势。事实上，大多数房地产交易中至少有部分资金是贷款得到的。最基本的融资工具就是所谓的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“购买财产抵押”，这项业务在银行或者储蓄贷款机构都可以办理。房屋抵押还款可以是5年、10年、15年或者30年，一般30年最为常见。如果这段期限内的抵押利率不变，就叫做定息抵押。但是如果抵押利率随着总体利率变化，那就是浮动利率抵押，或者叫浮息抵押。在这种情况下，在利率最初保持固定的3～5年后，每年都会进行调整。但是，针对房屋抵押利率的浮动通常有一个最高限度，借款人不必支付超过这个限度的利息。调息抵押一度在20世纪80年代以及90年代前期很流行，当时利率很高，而且浮动幅度较大。利率比较低的时候，大家则偏向定息抵押。

大多抵押都是自动还本的。也就是说，借款人每个月支付的费用中包括利息部分加上所扣本金部分，这样逐渐在一段时间内还清抵押，一般需要30年左右。还有一种抵押较为罕见，那就是浮动式抵押，这种抵押规定在到期日之前只需支付利息部分，而贷款本金从到期日起开始支付。这种抵押类似典型的企业债券，实质上房屋的所有人成了债券出售人（而房屋抵押的贷方成了购买债券的人），而不是债券购买人。反向抵押贷款人每月支付的本金少于利息，至少在一开始的时候贷款本金会逐渐累积。有一种反向抵押贷款是专为老年人设计的，如果他们本身居住房屋的贷款已经还清，那就可以把自己的房子抵押给贷方，根据实际平均寿命每月获得一笔收入，而这些老人去世后，房产就归贷方所有。

根据贷款的到期日，可调整抵押付款金额，使之比支付的利息高出半个百分点到1个百分点，以此减少贷款本金。因此，你在偿还贷款的前几年中支付的大多是利息部分，并且可以获得税收的减免。然而，随着贷款本金额渐减少，复利效应开始逆向作用，在接下来的每一笔支出中，贷款本金占了大部分，而利息部分减少了。

如果说有什么不好的，恐怕就是房产融资条件过于宽松了。如果你拥有一套房产，那么基本上可以获得一连串贷款，贷款最大额度可能达到房产价值的90%。从20世纪90年代末到21世纪初的一段时间里，确实有许多人这么做，以换取日常所需的支出。世纪之交的经济快速增长很大程度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上都要归功于这种房产融资。可是这样一来，整个国家在面对之后一系列的经济冲击时就显得不堪一击了。1950 年的美国正处于贷款热潮中，可当时所有的贷款只占房屋价值的 20%，而到了 2000 年，这个比率就涨到了 45% 左右。有相当一部分美国人已经还清了房贷，可是在解释这一点的时候不能忘记这些房屋抵押人把自己所居住的房屋的一半价值都抵押出去了。30 年的期限显得特别漫长，一个 30 岁的房屋买家至少要到自己 60 岁的时候才能还清 30 年的房屋抵押贷款。

你可以每个月超额还贷，甚至可以预先还清房贷，这样就可以减少整个贷款期限所需支付的利息。如果你还有别的投资机会，而且那些投资能带来比贷款利息更多的收入，提前还贷是个比较明智的选择，比如 20 世纪和 21 世纪之交时就有许多这样的投资机会。但是你也可以选择把房屋租出去，如果利用每月房屋租金还贷以后还有剩余，那么只要利息允许我们分期偿还贷款金额，就可以减免更多税款。你可以选择不提前付清贷款，而是利用资金购买其他房产，这样就可以进一步免去更多税款。

由于还贷期间，前几年的支出金额中利息占了大部分（事实上绝大多数贷款偿还期间都是利息占大部分），所以购买房产的实际花费并不等于购入价格本身，而利息加上摊还金才是房地产的总价（按照每月或者每年计算）。只要利率不高，房产购买价格偏高也不会为投资者带来过大负担。（偶尔也会出现银行以彩票形式发放零利率房贷的极端例子。）由于支付房款的能力取决于购房者的月收入，因此他们所能承受的贷款额度是有限制的。一旦利率上调，购房者支付的房价就会减少，这和债券是同样的道理，以防止购买房屋的成本随利率迅速上升而增加。所以应该趁利率高时购房，锁定低价（以及贷款），然后等待利率下降后再筹资金，这样才是划算的。这和一家公司发放高收益债券，等利率降低时又收回债权是同样的道理。

这样的举债经营能使购房者带来每年 40% 或以上房产收益，差不多相当于不错的杠杆收购。事实上，房地产投资的运作原理基本上和杠杆收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一样的。可以这么说，通过贷款购买资产的做法是杠杆率非常高的交易——成功率很高。而收入平平的房屋拥有者的能力有限，除了这种投资操作，基本上不能承担同类的其他交易。只有少数人能从银行获得购买公司的贷款，但是大多数人都可以找到贷方，向其借款购买房屋。

房地产投资之所以能让投资者致富还有一个相关的原因——最有效地利用别人的钱。唐纳德·特朗普（Donald Trump）在《交易的艺术》（*The Art of the Deal*）一书中对这一点作了最为详尽的阐述。唐纳德·特朗普试图在纽约市购买一处房产，就是后来的凯悦酒店（Hyatt Hotel），当时他获得了市政府提供的 1 亿美元的减税。他向银行贷款 1 亿美元。特朗普自己最终只支付了 1 000 万美元。这个案例中的杠杆比率是 20∶1，而这也是市场经济的根基。单单这笔交易的利润就几乎足以让特朗普成为亿万富翁。

而普通的房东只运用 4∶1 的杠杆比率，即自己支付 20%，贷款 80%。如果房价像 20 世纪下半叶那样每年增长 7%（正如我们所知道的那样），那就意味着你用 20% 的定金换取了整体上 35% 的回报，再考虑到你所需归还的贷款是逐年递减的，因此你的实际投资回报率大约为 40%。

房地产投资的劣势

作为一种金融工具，房地产投资确实也存在一些弊端。首先，房产不如股票和债券那样容易交易，交易费也要高许多。每一股 IBM 股票的价格都是一模一样的，可是却不存在一模一样的房价（就算房子设计大同小异，也会因其地理位置的不同而产生价格上的差别。）这也许是好事，因为一般来说人们持有房产的时间要比持有股票的时间长（房地产交易市场还没有实行每日交易制度）。

正常情况下，如果你要购买一套房产，你只和一个卖家打交道（如果你出售房产，也只能和数位买家谈生意），所以房市买卖中讨价还价就不如股票交易来得容易了。对股票交易中的买卖双方而言，彼此都拥有许多潜在的交易对象，有些对象可能为你带来一笔相当不错的买卖（低价出售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票或者出高价竞拍）。从这个角度看，购置地产更类似于购买一家小型企业。你必须经营这笔资产，或者雇用一位经理人，监督着他，让他为你打理。当然，如果你只是简单地贷款购置居住房，那你就是自己的房东了，也不必费尽周折每日管理资产。如果你选择部分定金加部分抵押的组合支付方式，那就是运用贷款和押款以外的资产净值购买房产。

只要目前你的房产投资对象限定在一家"公司"、一套房子或一幢大楼的范围内，而不是一家企业的部分股份，那么房产投资与股票交易还有许多不同之处。因此，你就可以通过积极的管理获得更多的收益，因为你是这项投资的经理人，而非"其他的"企业职员。有些开发商习惯于出售需要整修装潢的廉价房，又被称为修理工特价房。出售这种房子自有生财之道，每花去 1 美元修理费，就能使房价升值两美元。但是由于这些房子所在社区的价格标准不高，所以可能遇到出价超标的危险。所以，最好的选择应该是在高档的社区买最便宜的房子，而不是在低档社区买最贵的房子。如果你确实需要修理房子的话，应该把精力集中在三个地方，厨房、储藏室和卫生间。如果换一种做法，廉价修理房也可以赚钱，因为可以抬高租金。要是房客签的是短期租约（一到两年），你可以在合同到期时增加租金。当然，房客可能因此另找住处，但接下来你就可以以更高的市面租金租给别人了。

房地产交易的融资

融资是大多数房地产交易的关键，因此如果你决定买房自己住，消费信贷是极其重要的考虑因素。标准的股票杠杆方式中信贷的最高限额是主要交易价值的 50%，而房地产却不是这样的，其中的标准负债与资产比率（银行称之为贷款与价值比率）是 80%，还有 20% 的首期付款。在这种情况下，贷方把借方的信誉和资产看得同样重要，以确保借方有能力偿还债务。因此，你其他债务的还款记录（或没有记录）将会成为你能否获得购房信贷的重要因素。其他起作用的因素包括你的整体融资计划。如果你有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量其他资产的话（比如股票），也会有所帮助。个人退休金账户之类的退休资产不能用做贷款担保，但是却能证明你有经济头脑，从而间接地助你一臂之力。

如果你为了收取租金而购置房产，那么就需要考虑诸多因素，以求实效。银行仍然会对贷款与价值和收入与债息比率进行评估，但可能会对个人融资情况赋予更小的权重。银行会对你以往的房地产或其他领域的工作经验予以考虑，商业信贷记录也会被纳入考虑的范围。特殊情况下，贷方可能要求本人亲自签订贷款，在这种情况下，个人融资情况就显得至关重要。

贷款方式有多种，其中最常见的是银行和储蓄贷款社等金融机构，还有一种是退伍军人管理局和联邦房屋管理局等政府机构。第三种融资渠道就是业主融资。

根据业主的还本付息要求，银行还会了解借方的收入情况。凭经验粗略地估计，20 世纪中期抵押借款不得超过收入的 2.5 倍。根据目前的行情估计，抵押借款月供不得超过收入的 28%，还本付息总额不得超过收入的 34%。最近几年，后者已经放宽到 40%，这就是所谓的金融延伸。借方即使没有收入证明也可以申请贷款。但是通常银行会要求一笔 25%～35% 甚至更多的巨额首付和无污点的信用记录。

申请政府贷款的条件多少会有些不同。例如，退伍军人管理局会给予曾经参战的退伍军人低息贷款。其他政府机构提供的是一些赞助服务，比如对那些低收入家庭。如果你具有经营多户住宅的良好记录，你就可以获得政府贷款对低收入住宅进行开发管理。在这些情况下，你能否获得贷款取决于你能否遇到政治上的特殊需要。当然，政府贷款更可能包括一些苛刻条款，比如说提前预付罚金。

如果你找到了合适的卖家且具有足够的说服力，你可以采用第三种融资渠道：业主融资。其实抵押就是借条，通过这个借条，买方同意在一定的时间内付清贷方房款。这实际上就是用房屋做担保来获得贷款的方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

借方提供了抵押，被称为抵押人，而贷方被称为受抵押人。在这样的特例中，卖方也是最后的贷方。报纸上刊登的一些房屋广告上偶尔会提到OWC，也就是业主负责还款之意（Owner Will Carry）。

买卖交易由同一个最终程序同时处理。该程序通常以从买方获得保付支票，并从贷方获得抵押支票的方式办理首期付款业务，接着接管卖方的所有权并以买方的名义重新登记财产，最后将货币收益移交给卖方。如果买卖双方想绝对确保交易的合法性，他们最终会签署由第三方托管的协议。不过对于大多数交易来说，没有必要做得这么细。

据说房地产投资的三个要素是：第一是地段，第二是地段，第三还是地段。在其他所有情况同等的情况下，的确如此。意思就是说你不应该买地理位置不好的房子，但是这也并不意味着你一定要买地段最好的房子。这就如同买股票一样，房价的翻番会让你大赚一笔，租金的上涨也会带来这个效果。最好的房价翻倍游戏多发生在经济和房客质量日益提高的地区，比如像纽约这样的大都市。

投资者可以在急于出售的卖家那里做成一笔好买卖，这些卖家被俗称为“抛售者”。他们可能刚刚离婚（或是结婚或是有了孩子），房子的大小已经不太合适；抑或搬家、失业，急需一套还款较低的房子。举一个经典的例子，如果某人面临丧失抵押品赎回权的危机，他就有可能急于抛售。一些投资者会追踪离婚判决记录、拖欠还款记录和即将进入破产程序的企业来寻找抛售者。还有一些投资者会去银行、存储机构或贷款机构请求查看“回收房产”的记录（例如，被机构收回的房产）。再举一个例子，如果银行持有房产的押金和贷款已经支付了，就比较倾向于折价出售，而不是继续持有并且打理这套房产。

投资房地产的秘诀就是在债务清偿成本低于去除日常花销后的租金收入时出售购房。投资者很容易陷入负向现金流动的困境之中。失去赎回权在房地产业就意味着破产。如果买方在一段时间未能偿还贷款，银行或贷款人就会收回房产。对于私人投资者来说，失去赎回权几乎等于破产，会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在接下来的 7 年都留在个人信用记录上（破产记录为 10 年）。还有一种较为温和的解决方式，所有者将财产所有权（以钥匙和契约为表征）交与贷方从而避免失去赎回权，可这也要在信用记录中保留 7 年。如果借款人有一个或者多个未还款记录，随后补交上，这虽然不会导致止赎，却会在信用记录中保留多年。

应该在转折期购买房产，那些已经被现任居住者改造过的社区或者房产是最具升值潜力的。如果开发者介入投资，那绝对是个好消息。（可这是投资专家才能赚到的钱。）要想获得最大的利润，就要在开发者介入之前动手，即个人投资者开始整修房产的时候。人的因素要比物的因素更为重要。有稳定收入及家庭的蓝领公寓与那些没几年就搬一次家的单身青年聚居区要更值得一搏。对此，华盛顿州西雅图市航天工业的裁员就是再恰当不过的例子。

不管买什么房子，之前你都要拿到该房子的工程报告，弄明白房子的水、电和气等系统。房子的地基、大梁也不能有任何结构性问题。当然，一些小的瑕疵不可避免，比如油漆脱落等，这些都会影响到价格。作为一个投资者，你可能反而希望房子有小瑕疵，因为经过一番修补，还能提高收益。

银行会对居住者的资产作一个评估，但并不是详尽评估。他们不会为房产定价，而只是以卖价为起点，然后检验其合理性。一份好的（内容详细可靠，结果却未必让人欢喜的）评估报告将会告诉你市场对该房产的反应和为什么有如此反应。

投资者可以自由支配房产投资中的现金流，当然至少要先支付最低债务偿还的服务费用。你可以重新投资房地产，以便对其进行维护、改善；可以提前偿还贷款，也可以消费（可用于其他房产或房地产以外项目的投资）；房地产的款项甚至可以通过推迟保养而暂为“挪用”，可这不是明智的长期策略。不管你如何分配，房地产市场上的回报主要是靠现金流推动的。如果现金流在扣除各种花销和债务之后为负，就是说房产的价格过高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而趋向于跌价。基于此，就不要指望通过牺牲现金流来达到“涨价”的目的。

购置房产应该首先考虑其内在价值，而不是其交易价值。虽然这个道理对于股票同样适用，但是房地产因其较低的流动性，这一点尤其明显。20 世纪 20 年代佛罗里达沼泽地的故事曾被多次提起，而这故事由于约翰·保罗·盖蒂（John Paul Getty）这个人而变得更加广为人知。一些为“投资者”制作的买卖房产的文件或合同，其唯一目的就是在投资者面前一晃而过。当一位心存疑虑的潜在投资者去看一片沼泽地的时候，房产中介会向他解释：“这里的房产只是为了交易，不是为了持有。”当这阵狂热过去，那些倒霉的投资者就只能囤积着一块分文不值的地皮而无所适从。与之相比，售价过高也只能算是略微狡诈的做法了，这种房产除了有些税收优惠以外，对购房者而言并无经济实惠可言。这种交易中的投资者将最终沦为税制变化的人质，而无能为力。

房地产权的种类

房地产应该充分高效地加以投资利用。房地产分以下几个种类：居住用地、商务用地以及工业用地。住宅用地产又分以下几种：房屋、公寓楼以及其他特殊用途的地产形式。许多地方都分住宅区、商务区、工业区和其他形式的地产区域。在某些情况下，你也可以在允许的范围内改变房地产的类型，以提高收益率，也可以前往当地市政厅要求重新划分该区域的地产类型。所以，投资者完全可以将住宅区域改造为商务用地，而且投资者在对这个区域进行分析后，可以对该区域的房产类型任意转换，赚取更高的利润。投资者可能购置一栋楼以及周围的土地，并在这片土地上再盖一栋楼或直接转售土地赚取利润。工业用房产是这些类型中最难打理的，因为这类地产通常都有许多诸如工厂等单一用途的大楼，一旦企业倒闭，这些大楼很难转型。

房地产的所有形式也分多种，最常见的就是单独一幢房子，一般来说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都做住宅使用。公寓楼中某一套房子的产权也可归住房者所有。在这种情况下，买房者拥有公寓楼中的单套房子，而大楼的经理拥有底楼大堂，和其他开放区域，也称为公用区域。使用这些公用区域的户主们会支付一笔管理费用给经理。如果大楼宣告倒闭，那么贷方就会取消大楼公寓区域所有权的赎回权，而单套房子的所有权不受影响。除了以上所有的产权所有，还有一种简称 Co - op 的集资合作公寓，但是安全性较低。合作公寓的所有权归某家股份有限公司，单套房子的住房者根据自己公寓的价值出资给公司购买大楼的股份。而对公寓本身的占有是通过产权租赁实现的。如果出现抵押贷款违约的情况，大楼的贷方可以取消整个有限公司的赎回权，也就是说所有单套房子的居住者都会失去他们在这幢公寓楼中投资的股份，也就失去了公寓的所有权。

合作公寓的集资要比产权归居住者所有的公寓难。如果公寓的产权归居住者所有，那么一旦出现拖欠还款的情况，银行就可以收回这套公寓。这样一来，公寓的财务清理就和那种单独的住宅差不多，相对容易些。而合作公寓则不同，银行只能收回居住者所在公寓的股份，而不是公寓。这种形式的安全性较差，因为典型的合作公寓享有优先抵押权，所以实际上单套房子的抵押就次于整栋公寓楼的抵押。因此，美国许多地区的贷方都不会贷款给合作公寓项目。基本上只有在像纽约这样的大城市才会有人贷款给这种项目，而且非常普遍。在为大楼提供贷款之前，机构都会对建筑实行资产评估，同时也会调查居住者的个人资产状况。许多合作形式的公寓都要求现金付款，如果购房者需要贷款，就要使用消费者信贷余额，而不是抵押贷款。消费者信贷用于税收的利息是不容许扣出的，这样一来就为购房者设定了门槛。这在小说《虚荣的篝火》中有详细的阐述，故事的主人公舍曼·麦考伊必须得到一笔 42 万美元的税前收入，才能为自己价值 260 万美元的公寓支付每年 25.2 万美元的贷款利息。他每年收入 100 万美元却终告破产。

另一种形式则被称为分时共有，通常适用于假日度假的住宅。一批人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集中资金购买一套住宅，分别享有在某段固定时间使用房屋的权利，以几个星期或几个月来计算。时段越是好（旺季），价格就越贵，因为实际上你花钱购买的并非房屋本身，而是在某段特定时间内使用这所房屋的权利。

商务用房每平方英尺的租金比居住用房高，但是风险也更高。除了价格最高和最低的资产，居住用房一般鲜有价高无销路的情况，因为即使原有的目标市场不复存在，也总有人炒房或者抛售。然而，商业房产，像商店、工厂、旅馆等其基本用途都很单一，所以很难找到目标替代原有市场。刚开始的时候，私人投资者可以先在居住用房上积累经验，再转而投资商业用房。办公大楼投资是最有风险的。在美国许多地方，办公大楼都供大于求，这意味着相当高的房产闲置率和疲软的租金。

房地产投资评估

对房地产进行估值的很多方式与股票估值方式很类似。估值最常用的基准即租金倍数，这一点在某种意义上与股票的市盈率有几分相像。另一个估值方式即房屋可比性分析：将其与风格、位置及特征相似的房屋的售价进行比较。最后一个估值方式即重置成本，如果房价一路攀升，重置成本能起到很好的指示作用。

计算房产的各种收入与房价的比率与统计股票的各种比率大体相同。举例来说，房价与租价的比率类似于股价与该股票现金流的比率。大多数房地产专家计算房产净经营收入用房产租金减去各种花销，而房价与净经营收入的比率与股票的市盈率又极为相似。利息应该包含在房价之内，因为利息与其说是房价的一部分，不如说是筹资（贷款数额多大）决策的一部分。

对于开发商来说，重置成本是一个根本性问题。如果房产的市值租金高于开发费用，那么，你就可以进行房地产开发。当然，相对来说，你要面临巨额资金被长期冻结和回报不确定的风险。你如果不想自己开发房地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产，却想参与这场开发游戏，你可以赞助一个开发商。可房产重置价格高于市场价格，投资商就赚不到钱；而当重置价格跌至底部，以至与房地产市场极不相称，房产的卖价就会低于开发价，从而导致开发商亏损，新的开发项目停滞，直到供求关系达到平衡这种局面才会扭转。

进行可比性分析，就是与附近相似的房屋进行比较，然后拿出最划算的方案。或许这处房子与另一处一样，只是多一些诸如门廊、游泳池等的附属物。如此一来，后者却比前者贵 10%。这并不是说房屋附属物越多房屋越便宜。而是说，你要是想买附属物，可以冲着附属物去买，然后你就可以选择你想要的房子并随后付款了。对于一个讲究品位的场所来说，雇一个建筑师对建筑物进行重新设计可能是值得一做，因为你出售的可能是趣味和享受，其遮风挡雨的功能只能说是最低要求。

从历史看美国房地产

从 1940 年到 2000 年，美国单户住宅平均价格差不多每 10 年翻一番，每年增长 6%～7%。根据这种价值趋势线我们可以推出，一套 1940 年价值 3 000 美元的中型单户住宅到了 1950 年可能增加到 6 000 美元。以此类推，1960 年 12 000 美元，1970 年 24 000 美元，1980 年 48 000 美元，1990 年 96 000 美元。到了 2000 年，可能增值到 20 万美元左右。这套假想住宅的实际价值逐渐接近这种增长趋势。

1930～1940 年的大萧条时期，上述规则出现了例外，价值趋势线被打破。根据当时的房市，一套 1940 年价值 3 000 美元的中等价格单户住宅，相比于 1930 年接近 5 000 美元的价值来说，呈下降趋势。根据 1930～1950 年的规律，我们可以推出其随后 20 年的变化趋势：一套 2000 年价值 19 万美元的单户住宅到了 2010 年可能贬值为 12 万美元，而到了 2020 年又将增值到 24 万美元。房价上涨行情每 10 年，确切地说是在随后的 10 年中，将会翻转一次。房价跌幅有可能高达 35%，很多人对此忧心忡忡，但是，在 20 世纪 30 年代的大形势下，投资房市比投资股市损失要小得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看似一成不变的房价上涨趋势很多方面却迥然不同，历史上有三个明显的时期，分别是：1940～1970 年的战争及战后时期，1970 年至 80 年代中期的通货膨胀时期，80 年代中期至 2000 年以及之后的过剩时期。

1930～1940 年，房价名义上跌幅超过 35%，但是因同期通货紧缩率为 10%～15%，实际跌幅只有名义跌幅的 2/3。完全拥有自己房屋产权的人们虽然有所损失，可与那些进行非房产投资（例如股票）的人们相比，他们的损失就低多了。但是，因为相关债务必须以昂贵的现金偿还，而此时的工资和就业率正直线下跌，所以损失更为惨重的是那些背负抵押贷款的人。

到了 1940 年，房价一蹶不振，跌至历史新低，这种情况持续了至少一代人的时间。而房租相对来说还是比较高的。从 1940 年到 1950 年，房价名义上一路攀升，但是，由于二战爆发，其部分价值又被通货膨胀抵消了。尽管如此，有些幸运的投资者却很可能借款买房得了实惠，因为通货膨胀减少了他们抵押贷款的还款价值。而且，二战时期出生的一代人对学生贷款项目（包括士兵法案以及随后的退伍军人管理局和联邦住宅管理局的低利率贷款）情有独钟。租金储蓄已大大高于抵押贷款还款金额，从而导致了购房热，极大地刺激了房价的攀升，紧接着的婴儿潮更是将购房需求推向极致，以致过去 30 年的房价实际涨幅超过了 20 世纪任何一个时期。

第二个时期，即越战后期及随后的 10 年，这个时期房地产的价格并无多大的吸引力。名义上房价增长率保持了战后水平，可实际上却并非如此，巨大的通货膨胀率使它大打折扣。70 年代初，房价基本上处于僵持状态，没有下跌，也并未上涨。由于 70 年代末房价超过了通货紧缩率以及 80 年代初通货紧缩率下降，房价略有回升。房产要优于其他金融资产，例如股票，由于股价大跌，股票实际上连市值都没有保住。此外，贷款买房的投资者，因为贷款固定利率并未随着通货膨胀而上涨，偿还的贷款其实已经贬值。婴儿潮一代的年轻人认识到这种情况，四处借债买房，他们大萧条时期还在上学的父母是没有胆量这么做的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后一个时期，从20世纪80年代中期到现在的21世纪初，这是一个最不健康的时期，完全是由于房地产价值高估所致，这与20年代末的情形很相似。到了末期，在美国大多数地区，抵押贷款偿还金额已大大高于直接的租金，这是房地产价值高估的一个明显标志。购房者从上述两个时期也学到很多东西，知道固定资产会“一直”增值。这个时期也以金融体制“改革”为特色，极大地提高和激发了抵押贷款的实用性和使用欲望。第一个变化就是《税制改革法案》的出台，它取消了减免消费者权益的税额，却允许减免房屋净值贷款的税额；第二个变化是房屋净值贷款的增加；第三个变化历时很长，始于1982年，不但降低了利息税，还伴随着家庭债务的高潮，即只要符合要求，房屋所有人可以抵押同样的房屋大幅增加贷款的额度；最后一个变化就是违规发放贷款的增加，比如抵押贷款比率已大大高于100%，信誉低劣的人也获得了所谓的“次级贷款”。最后，美国人甚至可以零现金储蓄、用养老房贷款，这与90年代末的投资者用养老房贷款炒股如出一辙。房子已不仅仅是一个栖息之所，而成为一种投资工具。

90年代末，由于赚钱变得相当容易，房产价值已无法估计。这已不仅仅是信任关系，而是成了一种互为因果的关系。试想，如果你很容易赚到钱，那么别人也很容易赚到钱，财富对于每个人都是平等的。除非别人都很穷困，而你正好出生在洛克菲勒家族或者继承了某个亲戚的一大笔财产，那这种情况另当别论。20世纪的最后10年，工资数额创出了历史新高，房地产的炒作也进入爆炸期。因此这个时期的很多交易之所以完成，都是因为这种双重疯狂所导致的。

格雷厄姆和多德1934年版《证券分析》中的一个例子可以让我们感觉到2000年的美国房市是多么疯狂。在这个例子中，20年代价值10 000美元的房子年租1 200美元，只有购房价的12%。假如租金的1/3作为生活费用，那每年就只剩800美元用来偿还债务。假如房价的六成都为抵押贷款，6 000美元按照6%的利率来算，每年的利息将高达360美元，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是分期偿还的话，这个数字会接近 400 美元，这样一来，800 美元的净现金流量只相当于两年的贷款利息。21 世纪初，同样的一套房子，房价已高达 100 000 美元，抵押贷款利率为 7%，与之前的 20 年相比，这已经很低了，却高于格雷厄姆和多德例子中提到的 6%。同时，该房子租金还相当于 6%～8% 的房价，差不多每年 7 000 美元。减去 1/3 的生活费用，还会剩下不到 5 000 美元用于还贷。传统的抵押贷款比率为房价的 80%，而不是格雷厄姆和多德所提到的 60%，这样一来，每年的利息将高达 5 600 美元，高于 4 700 美元（7 000 美元的 2/3）的净现金流量。如果按照 20 年代抵押贷款比率为房价的 60%、利率按照 7% 来计算，净现金流量将勉强维持还贷。鉴于 2000 年以来抵押贷款比率接近房价的 100%，与之前的 80% 相比，大众投资者只会越陷越深，成为上述例子的继续。从这里还很容易看出，信用机制是如何最先把房价推向高得离谱的地步。

房地产投资的其他途径

购买房地产的另一个方法是获取抵押权。这里所说的通常是次级抵押权，为私人投资者持有（其中包括地产的卖家），而第一抵押权的持有人则是银行。由于第二抵押权是次级债券的一种类型，所以比较脆弱，也就是说第二抵押权次于一级抵押权。有一批所谓的“抛售者”会以一个较优惠的价格出售第二抵押权，赚取 15% 的利润。在一些更极端的例子中，买卖双方之间甚至不存在抵押金以外的资产净值。在这种情况下，房子的价值就必须足以涵盖第一和第二抵押的金额，幸运的话，还能留下一些价值空间。对第二抵押权的分析就类似于本书第五章中的问题证券。在这些例子中，如果贷款人无法偿还第二抵押，房子的赎回权将被取消，房子本身也将重新被出售，这是为了保证安全的最终做法。但是如果房产价值少于第一和第二抵押的票面价值（第一抵押优先），那么投资者的利润就无法达到预先估计的比例。

按揭债务和企业债券一样，被公认为非常安全的投资。但是按揭债务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确实存在一些常见的不容忽视的风险，而企业债券却很少遇到：提前偿还风险。20 世纪 60 年代，美国国会不顾银行家的反对，允许贷款人提前偿还按揭，即使在房屋出售以前也可以。简而言之，国会为贷款人提供“认购”按揭的选择，类似于认购一项企业债券。而后金融机构不断发展，到了 20 世纪 80 年代，再融资的做法得以普及。许多债券都是按照这种方式来发行的，但是公司的情形和个人消费者的情形不太一样，个人消费者都热衷于尽快还清自己的债务，而公司对此并不是这样热心，因为它们要将现金用于其他地方。

这种提前支付的风险到 21 世纪时走向低点，联邦政府将关键贷款利率下调到 1%，创历史新低，促使其他众多利率在未来的数十年中保持在相当低的比例。可是按揭贷款的比例却不太可能再下调了，或者可以说在持续上升。投资者必须再筹资金，不太可能继续提前偿还贷款了。

房地产投资信托与股票非常类似，可供公开交易。特许设立的公司必须将其收入的 95% 或以上用于分红（不然就会失去其有利税率）。所以这些公司的证券分红比率都非常高，一般在 6%~9%。再拿历史上每年5%~7%的平均价格上涨比例和总收益（分红收益加上资本增值的部分）与历史上股票年收入 2%~3% 的增长作个比较，明显前者胜出，而潜在的房产收益也会高出股票收益。在这个比较中，“重复课税”的免除使房产收益占据了很大有利地位，也是获取高回报的重要原因。如果在 2000 年购入房产，投资者会得到比这更高的收益，因为与历史标准相比，当时的房地产投资信托价格偏低，分红收益高达 8%~10%，略高出房产收益历史标准。

总的来看，房地产投资信托是根据大楼类型分类的。举个例子，投资信托分为办公室房产投资信托、公寓房产投资信托、医疗投资信托以及酒店房产投资信托等。就连森林经营者 PCT（Plum Creek Timber）这样非房地产业的公司也采用房地产投资信托的形式，获取有利税率。这个行业所有的操作者除了需要面对本行业一般会遇到的问题之外，还要经受这种特定市场长期的兴衰变迁的洗礼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



5

第五部分
投资组合管理

◎ 第十四章 资产配置问题 / 231
◎ 第十五章 格雷厄姆和多德的现代理论与实践 / 248
◎ 第十六章 格雷厄姆和多德投资的案例分析 / 263
◎ 第十七章 实时实验 / 289



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章
资产配置问题

投资者会投资能够满足风险调整后的短期和长期货币需求的投资产品上。这通常但并不总是会包括对潜在收益的最大化行为。这也时常意味着投资股票市场，但不意味着总是选择投资股票。而且甚至当你拥有股票时，你也很少会全部持有权益性工具，或者全部持有固定收益工具，如债券和货币市场投资。固定收益工具的选择已在第二部分论述过，而这本书的重点毫无疑问在于股票市场的讨论。在论述格雷厄姆和多德更为中立的观点和迈克尔·奥希金斯（现代最知名的投资大师之一）提出的另一种截然不同的投资方法后，这种投资理论更为完整。

格雷厄姆和多德的消极资产配置方法

格雷厄姆认为，无论何时都应将本金的25%～75%投资在股票上，余下部分投资在固定收益证券上。50－50策略，即一半投资于股票，另一半投资于固定收益证券，是一个合理的“天真型”投资策略。但是对于想通过预测市场趋势而盈利的投资者，他们建议只能偏离50－50策略25个百分点而不是50个百分点。他们对于证券投资的短期和长期配置并没有太多的提及，而这恰恰至少是另一位现代投资大师迈克尔·奥希金斯所解决的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从最低比例25%到最高比例75%，股票投资所占的份额取决于以下讨论的市场价值估算技术。特别是，当市场上有大量的格雷厄姆和多德型股票投资工具能提供与收益良好债券相竞争的股息收入时（例如，提供的股息至少与AAA级债券收益的2/3相当。满足或几乎满足这一条件的股票名单可从周价值线指数中获得），你应该更多地投资于股票市场。价格跌出其价值区间的单只股票必须逐个抛售。如果市场的总体价格水平很高，就不能用其他的股票替代，正如20世纪60年代和90年代的市场一样。这个过程将会持续到股票的投资比例下降到25%的最低点。

格雷厄姆建议自己管理账户的投资者选择投资10～30只股票。实际上，这个数目应该更少。诚然多只股票会更好地分散风险，然而大多数个人投资者难以顾及这么多的股票。只要股票不是集中在同一产业或同一产业群中（如银行保险股票、证券经纪公司股票与利率敏感性公用公司股票放置在同一组合中），10～15只股票的组合已足够分散风险，并且风险分散不足带来的损失也可以从对组合更好的管理所带来的收益中弥补。

长期趋势中的积极资产配置

股票与固定收益工具的收益比较关系总结如下：

- 以30多年为一个周期，固定收益工具收益会差于股票。
- 在这个30多年的周期中，大部分时间固定收益工具的收益紧跟或好于股票。
- 股票产生大部分收益的时段能够可靠地被发现。
- 因此，适当的选择固定收益证券和股票，并且在合适的时点重点投资股票，能够极大地规避投资组合中的风险而又不损失收益。

事实上，这是迈克尔·奥希金斯的经验，他在著作《运用债券跑赢道指》（*Beating the Dow with Bonds*）中表达了这一观点。研究跨越了30年（1969～1998），证明在这段时间的20多年中，投资者仅投资适当的固定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益工具，如债券或货币市场投资，就能取得至少与投资股票一样的收益。而且，在整个30年的周期过程中，有明显的信号表明投资者“不得不”拥有股票，以防收益落后于整个市场（20世纪90年代后期的牛市中不存在这个信号）。

作为投资工具，股票在什么情况下才会明显具有优势呢？奥希金斯将股票的盈利收益——市盈率（P/E）的倒数与债券的收益相比较。在1969～1998年这30年的大部分时间里，债券的收益比股票的盈利收益要高，在奥希金斯看来这使得债券更具吸引力。相应地，在大多数年份中，他宁愿投资30年期零息债券或1年期国库券。例外发生在1974～1980年的牛市，这段时间股票的盈利高于债券而使股票成为更好的投资选择。1974年股市见底，而后持续上扬，这段时期全部投资股票会使得投资收益最大化。

这个逻辑很简单。在跨越三四十年的整个市场周期中，股票的收益会高于债券或货币市场投资。但是股票在大部分时期中收益率低于债券，可能会长达10年或20年。这种状况在市场的估值远远高于长期趋势线的时候尤其明显，就像1966年的市场一样，20世纪和21世纪之交情况也几乎如此。还有30年或40年工作生涯和至少10年或20年退休生涯的年轻人能够享有市场交替的平均收益。但对于只剩下10年或20年寿命的老年人（大部分已退休），必须防止他们余下的时光中包含一段市场表现相当糟糕的时期。

如果你体验市场交替的整个旅程，经历市场火暴和萧条，那么在1995～2002年整个时间段中投资5年期债券和投资股票收益都一样好，因为你既经历了20世纪90年代后期的牛市，当然也体验了其后的熊市。由于在本书最后一部分中讨论的原因，世纪之交时市场可能已高位运行20年。危险在于投资者对于高位运行的市场期望太高以致亏损。

奥希金斯设想的资产配置策略可总结如下：

1. 首先比较道指收益率和债券收益率，以确定选择股票还是固定收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券。

2. 其次在应该投资股票的几年中应用准格雷厄姆和多德投资策略选择股票。特别是他的策略是“狗股理论”（Dogs of the Dow Theory）的修订版，选择5只定价最低的“狗股”，这是普通投资者都很容易做到的。这种策略的优点在下个部分讨论。

3. 最后在债券为最优投资选择的（大多数）年份中参照黄金的价格，以决定投资长期债券还是短期债券。

有趣的是在1969～1998年的大部分时间里，特别是后半段中，零息债券收益率比股票要高，如表14.1所示。以30年为期限，债券回报低于股票，但并不是低很多——债券年平均收益率为9.0%，而股票为11.7%。这段时间与第二十章中描述的30多年的周期近似。这个结果与1969年以前债券收益远远低于股票的时期形成鲜明的对比。在长时间的通货膨胀以后，20世纪70年代投资者开始“顿悟”，而要求高于历史的债券收益率，与以前相比在危机来临时更快地要求债券降价。

表14.1　相对收益率（1969～1998）

年份	国库券	零息债券	道指	跑赢道指策略
1969	6.58%	-17.34%	-11.60%	-10.09%
1970	6.52%	24.33%	8.76%	-4.72%
1971	4.39%	19.96%	9.79%	5.03%
1972	3.84%	6.21%	18.21%	22.16%
1973	6.93%	-29.59%	-13.12%	19.64%
1974	8.00%	-15.43%	-23.14%	-3.80%
1975	5.80%	11.34%	44.40%	70.10%
1976	5.08%	32.54%	22.72%	40.80%
1977	5.12%	-10.78%	-12.70%	4.50%
1978	7.18%	-16.35%	2.69%	1.70%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年份	国库券	零息债券	道指	跑赢道指策略
1979	10.38%	-20.52%	10.52%	9.90%
1980	11.24%	-33.67%	21.41%	40.50%
1981	14.71%	-28.62%	-3.40%	0.00%
1982	10.54%	156.12%	25.79%	37.40%
1983	8.80%	-20.10%	25.68%	36.10%
1984	9.85%	20.44%	1.05%	12.60%
1985	7.72%	106.90%	32.78%	37.80%
1986	6.16%	74.45%	26.92%	27.90%
1987	5.47%	-25.90%	6.02%	11.10%
1988	6.35%	7.51%	15.95%	18.40%
1989	8.37%	45.25%	31.71%	10.50%
1990	7.81%	0.33%	-0.58%	-15.20%
1991	5.60%	35.79%	23.93%	61.90%
1992	3.51%	7.82%	7.35%	23.20%
1993	2.90%	39.47%	16.74%	34.30%
1994	3.90%	-26.28%	4.98%	8.60%
1995	5.60%	85.11%	36.49%	30.50%
1996	5.21%	-12.58%	28.61%	26.00%
1997	5.26%	29.22%	24.74%	20.02%
*1998	24.39%	0.46%	6.41%	
1968~98		9.00%	11.70%	18.00%
1980~98		22.70%	18.60%	20.00%

*截至9月30日，共9个月

资料来源：迈克尔·奥希金斯，《运用债券跑赢道指》。

另一个重要的地方在于，在道指收益率超过债券的少数年份中只需简单地用股票代替债券，就可以得到很大的改善。这种混合策略最大限度地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利用了股票和债券的优点。高收益时期股票的巨额回报弥补了其只能在少数时间被投资的缺点。通过奥希金斯的跑赢道指策略得到的 18% 的格雷厄姆和多德型投资回报率，在 30 年中很容易地超过了道指的回报率——前者为 18%，而后者低于 12%。

为简化问题，有人会说在 1969～1974 年间投资国库券、1975～1980 年间投资股票、1981 年到世纪之交投资 30 年期零息债券是最好的选择。

而格雷厄姆和多德却不会像迈克尔·奥希金斯一样采取如此极端的策略，也不会认为在 1980 年后退出股票投资是个好方法。相反，他们可能会在接下来的 15 年中逐步减少其股票头寸，从 1974 年的 100%，到 80 年代的 75%，再到 90 年代的 50%，最终到 2000 年左右的 25%。原因如下：

- 由于格雷厄姆和多德型投资策略的优点，股票和债券的比例分割并不像讨论的那样明确。20 世纪 80 年代的大部分时间里，在道指中选择的股票的收益率超过了债券，尽管对于道指整体来说并不是这样。这不仅意味着“狗股策略”或迈克尔·奥希金斯的修订版行之有效，也同样说明在该期限内配置股票是明智的。
- 股票相对于债券有另外的优势，那就是其自动的或内生的增长，一般估计是每年 2%。这个数字与长期生产率增长速度相一致，也意味着长期投资股票相对于投资债券来说更为有利。从另一个角度看，不仅当股票收益高于或等于债券时股票更有吸引力，而且事实上其收益更低时也同样如此。会低多少呢？当投资者比较股票收益率和债券收益率时，积极投资者会将这两个百分点全部算在里面，而谨慎的投资者基于市盈率是以估计的收益为基础计算，并且会考虑股票内在的风险比债券大这些事实，从而仅仅将一个百分点或更少计算在内。

于是我们考虑收益率上的差别以决定投资股票的比率，从 75% 到 100%；并且考虑到少于两个百分点的差别而更倾向于投资债券，部分投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资股票。

在 20 世纪 90 年代后期，由于市盈率高企达到大约 30，股票盈利率为 3.3%。再加上自动增长的 2%（一般假设为这个数字），调整后的收益率为 5.3%，这基本与债券的收益率持平。这是一个很低的安全边际，于是要求股票的投资比率小于 50%。若增加这两个百分点其数额仍然小于债券收益率，退出股市便是合乎道理的。

回顾上一个周期

20 世纪 30 年代大危机以后，人们普遍认为债券是更好的投资工具。在市场最好的 10 年时期中这样做无疑是正确的，但这种做法与“亡羊”之后再“补牢”又有什么两样呢？在大危机前接受这种建议或相似的理论可能非常不错，就像作者在 2000 年前做的那样，但其根本道理是不变的。20 世纪 80 年代和 90 年代的牛市的主要推动力在于通货膨胀率的下降，与此同时利率也跟着下降，而这对于股票和债券的走势都是有利的。于是，接近 2000 年前的大部分时间里投资债券比 2000 年后更为有利。

在金融工具的现代史中有四个主要的时期。第一个从 1929 年到 1941 年，特征是债券息票率适中（一般为 3%～4%）以及价格下降或通货紧缩。因为通货膨胀率为负值，所以实际收益率比名义收益率要高。这种市场环境更适合投资债券而不适合投资股票。2000 年以后的市场环境与这一时期类似。

第二个时期从 1942～1965 年，它包括了第二次世界大战和战后时期，其间通货膨胀率上升，同时伴有强劲的经济增长。作为通货紧缩时期的遗留物，债券息票率低至 1%～2%，而通货膨胀率也很低，在 3%～4%，但却比债券收益率高。于是债券的实际收益率是负值。通货膨胀同时伴随着强劲的经济增长，这有利于股票市场。股票随即进入高位运行并于 20 世纪 60 年代中期掉头向下。

第三个时期从 1966 年到 1982 年，特征是通货膨胀率高企，经济增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缓慢，这被称做滞涨。直到20世纪70年代中期，尽管债券息票率已升至5%左右甚至更高，但仍然低于通货膨胀率。70年代后期，通货膨胀率达到13%~14%，推动债券息票率升至15%左右。然而这段时间债券投资者遭受了极大的资本损失。当股票价格过高而处于下降趋势时，股票投资者在一些年份中也同样遭受了损失。然而股票却是更优的投资选择，并且按照奥希金斯的研究，股票的大部分优势在20世纪70年代中后期中得到了体现。

第四个时期，也是最近一段时期，表现为通货紧缩和经济增长，甚至当通货膨胀率下降到5%左右时，债券息票率也能达到15%左右。一般来说，通货膨胀率回落时债券息票率会下降，但尽管息票率下降了，利息与资本利得的和也能产生很好的收益。这段时期股票市场也同样繁荣，达到了历史性的新高。这一点与第十九章中论述的美国与世界其他国家的经济发展，几乎是20世纪30年代的历史再现。

值得注意的是，在大部分时间里股票的表现弱于债券。将1929年股灾纳入考虑范围，20世纪20年代整个10年就是这样。在1999年的投资者特刊中，卢佛集团（Leuthhold group）在《财富》杂志上发表了一系列证明试验的结果，并且提供了一张历史回报率的表格，将其概况为“27规则”。简单来说，结果显示每下一个10年的年平均回报率大致等于27减去现行的市盈率。1999年市盈率为25（或者更高），那么下一个10年预计的股票回报率仅为每年2%。这大大低于投资者在债券上的收益。（另一个极端例子就是若市盈率为10，则接下来的10年的年平均回报率能达到17%，1982年市场触底时就是这种情形。）

格雷厄姆和多德跑赢道指的方法

现实情况是，很少有资金管理者的收益率能超过市场的平均收益率。这有两个原因。一是与散户投资者不同，现今投资行为大多由专业人士操作，运营共同基金。对他们来说，超过市场的平均盈利就意味着打败其竞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

争对手，而不是打败大量无经验的投资者。另一个原因是资金管理者过于努力。由于个人投资者要求他们抓住每一个可能盈利的机会，这使得他们频繁更换股票而增加了佣金成本。投资组合的资金周转率一般都超过100%。

投资指数基金这种消极策略，能使投资者享有股票投资（通常为有利的）价格涨跌带来的好处。但是它没有内在的风险控制特点，除非投资者能确保跑赢“市场”。特别是没有什么能保证指数基金整个是否定价过高、收益是否太低或组成部分是否过度使用负债杠杆。我们的目标是首先以道指或其他指数为标准，然后试着提升其中某些股票的份额。指数中有些股票时常会有我们所追求的良好特征。但是在格雷厄姆和多德方法论下，我们需向外看，寻找适当规模的公司以满足我们的要求。特别是我们想提升具有如高股息、高资产价格相对比率甚至是增长率这些良好特征的股票的份额。

折中的办法能在所谓的“狗股策略”中找到。这种策略要求在年初买入指数中股息率最高的10种股票，并且持有12个月，直到下一个重新选股的时期。推荐这种方法的热情呼吁者之一是迈克尔·奥希金斯，他注重于上述10种股票中最便宜的5种（绝对价格）。因为这种选股方法遵循了格雷厄姆和多德方法论的精神（和许多例子中的表面意义），其结果会被当做格雷厄姆和多德经验的标杆（见表14.1）。事实上，所谓的“5种股票跑赢道指”策略在整个时期能得到18%的收益率。这个结果实际上非常符合开始的格雷厄姆－纽曼大危机时期的结果，即约20%。

这种策略通常能起作用的原因，在于从一个很明显的方面，即股息收益上来看，这10种（或5种）“狗股”很明确是优质投资品。这不是一个小问题，因为“狗股”的股息率通常比指数高大约两个百分点，更为重要的是，其股息率比非“狗股”高3个百分点或更多。关键的假设是，“狗股”具有指数中其他股票的别的重要优点，如无瑕疵、盈利持续增长以及对利好的经济趋势敏感等，就算“狗股”在这些方面有所缺陷，也会被其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益的优势所抵消。这就像水平低的棋手在下国际象棋或其他棋类的时候给他一个实质的"让步"，这种让步尽管不多，但也足够能平均地弥补其劣势。

事实上，格雷厄姆和多德曾经说过（1934 年版《证券分析》），以资产净值或更低的价格买进的股票的资产组合，比买进同一家公司的债券所做的资产组合更为安全。这种矛盾有两个原因。首先是因为其强劲的资产做后盾，每一种拥有这种特质的股票几乎都与其相同公司发行的债券一样安全。其次是因为尽管有资产做后盾，但无论概率多么小，都有可能发生不可预见的事件冲击一个或更多企业，使证券价值下降。在面对这种孤立的问题时，哪种资产组合能得到更好的保护呢？答案当然是股票组合。组合中的债券仅能得到利息和到期的本金，却不能弥补价格频繁变动带来的损失，但其他股票的价格却能涨到其购买价格的数倍。

当市场中有很多股票以其净资产价值出售时，这种策略尤其有效。这时资金的大部分可以配置在股票上（75% 或更高）。当这种安全的股票数量下降时，投资在股票上的比例也应相应减少。

预测市场趋势

预测市场趋势通常难以做到，甚至专业人士也经常失败。一般来说，这是因为存在大量的相互冲突的市场信号，并且消息灵通的投资者对于这些信号的重视程度不同。所以外行投资者应该尽量少去预测市场。建议从不预测市场与倡导持续预测市场同样都是不恰当的。更合适的建议是不要经常去预测市场趋势，仅仅当市场信号非常清晰和确凿无疑时才能出手。这种信号的一个例证便是前面阐述过的长期趋势，它以世代周期（25～30 年）为基础周期性地出现，世代周期将在第二十章讨论。

也许最著名的市场预测策略就是利用所谓的"1 月效应"，该效应在小型股票上表现更明显，尤其是当这些股票在上一年走势糟糕时。这是因为为了实现实际亏损的税务抵扣，大量卖出行为发生在 12 月。而且资产组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理人在 12 月报表披露前必须清理组合中不符合要求的股票。这个过程叫做“粉饰橱窗”。从历史数据来看，投资者经常参与 1 月投资会带来平均 5% 的收益，而后的 11 个月将资金转移到债券上。

另一种“傻瓜”办法能给你的年收益增添两个百分点。背后的根本信条是，因为你根本就不能预测市场趋势，你应该以预先制定好的惯有的频率投入相同的资金。这种技术叫“定期定额投资策略”。下面这个例子阐述了其优点。

假设你花 9 000 美元以每股 10 美元的价格购入了 X 公司的股票。这种情况下你能买进 900 股。现在假设你花这 9 000 美元分三个时期购入 X 公司的股票，每次 3 000 美元。第一期股票价格为 10 美元每股，你买入了 300 股。第二期股价跌至 5 美元每股，你买入了 600 股。第三期股价又升至 15 美元每股，于是你花 3 000 美元买入了 200 股。总成本还是 9 000 美元，但总股数为 1 100 股，比上一种情况多出了 200 股。尽管其价格的算术平均数（5 + 10 + 15）/3（美元）或 10 美元与前一种情况一样。但是通过神奇的长除法，其价格的几何平均数或加权平均数都比 10 美元小，因为 5 美元每股的低价格增大了购买量（有 600 股，而价格为 10 美元时只有 300 股），而 15 美元每股的高价格降低了购买量（仅有 200 股，而价格为 10 美元时有 300 股）。于是购买总量增加了，在这种情况下用同样的资金多购进了 200 股。

另一个资产配置规则是在低点买，大概在 11 月，然后“5 月卖掉而后离开”。大部分资产增值就发生在 11 月和到第二年 4 月的 6 个月时间内。遵守这个规则能让你避开经常发生在 10 月的股灾（1929 年、1977 年、1978 年、1987 年、1990 年、2000 年），同时还能享有“1 月效应”带来的盈利，即小型股票在新的一年中开端良好的趋势。股票走势在夏季往往没有秋季和冬季好，是因为包括投资专业人士在内的工作者都会在夏季安排休假，结果就是经济行为的减少。

作者对股市预测者给出了他最喜爱的方法：股票在奇数年份的运行要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比偶数年份好。原因在于每隔一个偶数年份（能被4整除的年份）是总统选举年，其后具有相当的不确定性。大选之后偶数年份的股票市场通常都很不景气。这包括1974年、1978年、1982年（直到8月）、1990年、1994年、1998年（直到第四季度）和2002年（直到第四季度）。这些年份的年中到年末是在市场底部买进的机会。非大选年份规则的例外包括1986年，这得益于总统自德怀特·艾森豪威尔以来第一次完成两届任期，以及油价下跌刺激了经济发展。另一个部分例外是1998年，也是得益于石油和其他商品价格的回落，以及联邦基金利率下调了3个百分点，即便在任总统遭到弹劾也不能改变经济向好的趋势。经过筛选，你可以清楚地看到奇数年份的股票市场状况，最好的年份包括1983年、1987年（直到10月）、1991年、1995年、1997年、1999年和2003年，2001年除外。

除此之外，在不同的市场状况中格雷厄姆和多德投资法则的运用也不同，有9种情况：

1. 市场处于高位并继续上行。在这种情况下，格雷厄姆和多德投资法则用处有限。20世纪90年代后期是一个例子。有两点值得安慰：一是尽管收益会比其他市场状况低，但格雷厄姆和多德投资法仍然会带来良好的绝对回报；二是在下次危机中市场会跌出现在的泡沫价格水平，通常是大大低于现有水平。

2. 市场处于高位并保持平稳状态。整个股票市场走势很不明朗，格雷厄姆和多德投资法用处也不大。高股息收益股票还值得投资，但最安全的是货币市场投资，它能带来客观的实际收益，原因在于通货膨胀率低。20世纪60年代后期和70年代早期就是这种状况。

3. 市场处于高位并开始下行。格雷厄姆和多德投资法会通过远离“仅”下跌10%～20%的股票来保存本金，以在市场底部时能继续介入。1973年和2000年以后就是这种情形。

4. 市场定价适中并开始上行。这种情况下，应运用格雷厄姆和多德投资法介入上行的市场，这时市场有高于平均水平的安全保证。20世纪80

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年代中后期和 90 年代早期就是这种状况。

5. 市场定价适中并处于平稳状态。格雷厄姆和多德投资法会使投资者通过买进定价相对低的股票和达到其公允价值时卖出而获利。在格雷厄姆和多德型投资组合中，高股息的股票会被考虑重仓持有。20 世纪 50 年代早期就是这种情形。

6. 市场定价适中并开始下行。格雷厄姆和多德投资法主要倾向于保持本金。1977 年、1978 年的部分月份和 1981 年就是这种状况。

7. 市场处于低位并开始上行。这恐怕是格雷厄姆和多德投资法最适合的情形了，市场上有大量定价低廉的股票并且很容易增值。1975 ~ 1982 年其他情形之外的大部分年份就是这种情况。

8. 市场处于低位并且保持平稳。这是格雷厄姆和多德投资法的另一个理想情形，通过低点买，达到公允价值时卖并且同时获取丰厚的股息，能赚取比市场平均水平还高的收益。由于市场的频繁变动，这种情况并不多见。

9. 市场处于低位并继续下行（例如 1974 年）。格雷厄姆和多德投资法更适于保持本金和实现不对称的收益。

在这 9 种情况中，格雷厄姆和多德投资法在注重股息收益的三种价格平稳的情况，和在注重保持本金的三种价格下跌的情况中表现出了很明显的优势。在三种价格上升的情况下，有两种即市场处于低位和中等时，能使格雷厄姆和多德策略大有作为。不利之处在于像 20 世纪 90 年代后期市场处于高位并继续上行的情况。

资产配置的周期

普通人一生中有 6 个标志生活转折的事件，需要在投资时保持谨慎。这些事件向投资者发出投资债券而不是股票的信号：

1. 离开家庭，开始第一份工作，并在经济上独立。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 结婚和生第一个孩子。
3. 第一个孩子上大学。
4. 最后一个孩子离开自己，或是所谓的“空巢”。
5. 退休并停止追求事业。
6. 配偶故去。

刚刚结束学生生涯并开始第一份工作的人拥有最少的债务。然而他也最缺乏经验和经济资源。更为大胆的人可能想开始投资股市。但他应该慢慢来，以银行存款或国库券的方式储蓄几个月的收入以备市场萧条时使用。然后他可以逐渐进入股市，如果金融投资手段和经验允许的话，每年可投资几千美元。但必须注意，许多年轻人在开始其成人生涯时就已经由于学费贷款而背负了相当数额的债务。在开始正式的投资计划前，这些贷款应及时偿还或至少应该有储蓄作保证。大部分有野心的投资者通常是有5～10年的职业经验并且没有其他的负债。

刚结婚的人通常面对着不同的境况。如果夫妇两人能实现经济节约的话（如只住在一栋房子里以节省家庭生活开支），婚姻初期甚至可能是有利于储蓄和投资的。对于现在的夫妇来说，两人工作取得双收入是一种保证，任何时候至少有一个人不会失业。然而结婚后孩子的出生带来了一系列新的经济压力。孩子的出生不仅会迅速增加家庭生活费用，并且需要为孩子的将来进行一轮投资准备。与此同时，一个或多个依靠者（另外，有可能家长之一放弃工作照顾孩子）的存在意味着风险承受力下降。

当孩子快上大学时，对资金的需求更为迫切。这个时候对股市风险的承受力相当有限，除非计划将孩子的教育当做俄罗斯轮盘赌。这种心态应该避免，除非家庭经济困难而送孩子上大学的概率非常小，以至于可以忽略不计。对于孩子来说这个问题很严重，因为在现代社会里，教育是保证生产力的一个很重要的因素。

给孩子买定期人寿保险也是家长考虑的问题。终身人寿保险实际上是给一件事（即死亡）投保，没有必要购买。如果你真的期望取得比保险更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高的收益，那么最好投资直接年金产品，但为过早的死亡投保则是另一回事。这个可以保证精心制订的财务计划最终不会令人心灰意冷。空巢阶段意味着财务压力的减小，并且说明投资者可以采取更为积极而不是消极的投资策略。从这个角度看，生命的这个时期可以视为第二个“成人”阶段。问题在于就像第一个独立阶段一样，它由于退休很快来临而显得非常短暂。然而这可以视作重建财富的第二次机会，因为在生命最关键（并且昂贵）的年份中财富都已耗尽在孩子身上。

退休是另一回事。这一时期的未来是很不明朗的。首先，任何人都不知道自己能活多久，其次，丰厚的退休金是由以前大部分节俭且勤劳的工作者劳动创造提供给少部分退休人员的。而在世的老人一代一代地增多，但养育更少孩子的趋势使劳动者的总体数量一代一代地减少。

资产配置中个人情况的考虑

除了考虑整个市场以外，人们在作出投资决策时必须把个人情况纳入考虑范围。例如，投资者是一个人生活还是有许多人需要他供养？投资者年龄多大？投资者的收入来源有多少能满足日常生活所需？多少能留下用来投资或投机？

若投资者连日常生活费用都无法支付，那可利用的资本必须用来生产以增加利润。

如果在确定的时间需要一整笔资金，假若是孩子上大学的学费，那选择就简单了。投资者不能冒险将其投入股市。选择必须是货币市场投资或债券，并且不是任何债券，而是在接近特定需要时点前到期的债券，还应具有最高资质。

更长期的投资者可以考虑收入投资工具，包括具有 AAA 级债券收益率的 2/3 以上的股息收益率的普通股。在这些情况下，具有良好资质的股票收益比债券高，可以说它同时具有债券的固定收益特征和股票的资本增值潜质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在哪儿能找到这些股票呢？明显的候选者就是公用事业股：电力公司、天然气公司以及自来水公司的股票。其他的能在房地产投资信托基金中发现。一些增长缓慢的零售商股票在景气时期能提供高额股息，但是风险也同样巨大。主要的药业股票在 1993 年“希拉里恐慌”中能产生与公用事业公司相竞争的股息和更好的增长前景，是比当时那些被人追捧的热门股票更好的投资品。所见即所得。没有收益增长是空中楼阁，然而失望也是相对少的。似乎天然如此，对股票的偏爱建立在其与生俱来的出众的“股息”和良好的回报特征上。工业公司通常在股票上有 15%～17% 的回报，而债券却（平均）只有 6%。如果这些公司的股票能以其账面价值左右的价格购买，并能得到预期的 13%～15% 的收益率，那么长期内股票的回报肯定要比债券高。人们就愿意支付其账面价值 2.5 倍的价格去购买股票得到那 15%，结果仍然是能得到 6%（15%/150% =6%）的收益率，可以与债券相竞争（这就是买家通常支付这个价格的原因），而且人们在价格达到这个水平前会竞相抛售该股票。

在建立股票投资组合时，人们在配置这些标准的收入投资工具时也会配置一些具有被并购潜力的资产和具有赎回价值特征的成长性股票。有时股票的收益不仅来自一个方面，就如药业股票在 1993 年（股票增值与发放股息）以及重工业股票如英国钢铁在 1999 年（资产并购与发放股息）所表现的那样。

在货币市场投资与债券的资产配置方面也有 9 种主要需要考虑的市场环境，以及 5 种相对应的投资策略。这些策略包括全部投资债券、75% 投资债券和 25% 投资货币市场、债券和货币市场各投资 50%、25% 投资债券和 75% 投资货币市场，以及全部投资货币市场。9 种市场环境为（“货币市场投资”工具包括一年以内到期的货币市场基金和国库券）：

1. 息票收益高并且继续上涨。长期债券因为其更高的息票收益而很有吸引力，但是会被其潜在的资产损失趋势所抵消。在这种情况下，我们的固定收益资产组合由 50% 的债券和 50% 的货币市场投资组成。1981 年就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是这种情形。

2. 息票收益高并且保持稳定。由于更高的息票收益和资产增值的潜在趋势，长期债券更具吸引力。在这种境况下，我们的固定收益资产组合便是由 75% 的债券和 25% 的货币市场投资组成。20 世纪 80 年代后期的大部分时间就是这种状况。

3. 息票收益高但开始下降，这是投资长期债券权重最高（100%）以及债券存续期最长的标准情况。最近的例子就是 1982 年。

4. 息票收益中等并且开始上升，这时我们应该着重考虑安全，投资金额 25% 放在债券上，而 75% 放在货币市场投资上。1994 年末就是一个例子。

5. 息票收益中等并保持稳定。这正好位于 9 种情况的中央，同样其投资比例也是对半分，50% 投资在债券上，50% 在货币市场上。20 世纪 90 年代后期的大部分时间就是这种情形。

6. 息票收益中等并开始下降，就如世纪之交所处的市场一样。我们应该在大胆投资的同时保持谨慎：75% 投资债券，25% 投资货币市场。

7. 息票收益低并开始上升，这是最危险的情况。我们应将资金全部放在国库券或其他货币市场工具上，甚至可以考虑削减投资工具的存续期至一年以下。21 世纪的早期有时就是这种情况。

8. 息票收益低并保持稳定。尽管不需要像前一种情况那样谨慎，但是对于这种情形适度的谨慎也是必需的。我们的固定收益投资组合比例是 25% 投资债券，75% 投资货币市场。

9. 息票收益低并继续下降。我们应该保持谨慎的乐观，但应是谨慎与乐观并重。进入 21 世纪当美联储主席艾伦・格林斯潘大力降息时就是这种情况。我们的固定收益投资组合就是 50% 投资债券，50% 投资货币市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章
格雷厄姆和多德的现代理论与实践

本章将阐述格雷厄姆和多德投资法的一些重要概念，以及其他更多流行于学术界和华尔街投资者中的概念，并且试图向读者说明本书倡导的投资方法的优势。格雷厄姆和多德认为，投资者首先应该获得“满意的”投资成果，然后才可以努力获得“高于平均水平”的回报。这两者并不是相互独立的和不相干的，而是作为投资者，应该把获得“平均”收益（广义上被定义为中间值）作为获得更高回报的支撑。

格雷厄姆和多德投资法的基础

格雷厄姆和多德投资法的第一个关键基础概念是中间趋势，即回归股价的均值。如果股票定价比其历史记录要低很多或高很多，那么其价格就很有可能回归到与其历史相比更为接近中间的值，当然是与此同时公司的基本面没有发生变动。基本面变动确实经常发生，但其频率远远低于股票价格的变动。

格雷厄姆和多德也对股市风险有着切合实际的研究。在这里，风险不是通过股票市场价格每日的波动来衡量，甚至也不是通过股票价格的暂时下跌而后迅速反弹来表现。风险是指股价永不反弹的下跌状态，也就是指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那种永久性的一蹶不振，或者在有意义的时间之内股价都不能回归均值。从这个意义上说，如果一只股票价格下跌，然后经过20年或30年再反弹，那么这就不是一个有意义的时间段。在这种情况下，股价恢复过程所损失的时间相对于大部分投资的周期来说都太漫长了。这种损失就必须被看做永久性的损失。格雷厄姆和多德投资法的一个重要目的就是避免这种永久性的损失。当股票定价过高，而投资者失去理性时这种风险最容易发生，而当他们一旦恢复理性，马上就不会认同当时他们所认可的估值。第二个重要的概念是购买那些拥有“安全边际”的股票，即定价相对于其资产或其他估值来说如此低，以至于即使股价不会上升，下降太多的可能性也不大。

因此，目标就是购买那些定价低于均值而又有广阔的升值空间和（多数情况下）股息高于平均水平的股票。这样会得到丰厚的回报，因为定价低于均值的股票在其跟随大市前会向其均值靠拢。高于平均水平的股息也会增加其回报，就像“补偿”投资者等待公司财富和股票价格的恢复所花费的成本一样。有时这种恢复并不会发生，因而令人失望。但是中庸规则意味着这些情况只能是特例而不是常态，并且无论如何，传统行业的传统公司的股票发生这种特别情形的频率比新兴热门行业如网络行业低得多。新行业的股票当然会有潜力并带来更高更快的收益，但同时也可能（也许是非常可能）造成巨大的突发性损失。研究表明，普通投资者实际上都相当保守，他们尽管非常向往，但是并无能力承担可以导致其资产急剧增值的过山车般的剧烈市场波动。

这些由格雷厄姆和多德推广而流行的概念已被广泛理解，但并不总是被专业投资者所采纳，因为许多专业投资者没有耐心等待多年直至策略有效。相反，他们更青睐于眼前，即今年甚至是这个季度。另一个问题在于专业人员（包括作者）专注于以及过分强调当下的事件和趋势，无视日常的上下波动，这都会抵消这个事实。只有更长的期限才有意义，但是在对短期业绩的追逐中这点有时被遗忘殆尽。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大概很多投资者无意中都用相对的而不是绝对的数字来衡量风险，即他们赚了多少钱并不重要，重要的是他们相对于朋友、同事或其他相关的人来说做得有多好。也许很多人在网络股上赚了不少钱。这种情况下，你在乎的根本就不是所赚的绝对数额，而是与其他相关的人相比你是否能维持与他们相当的生活方式。于是目的就不是"紧跟道琼斯"。若你采用极具风险的投资策略而大受损失，至少还有相关人员做得同样糟糕，这点会让你觉得备受安慰。如果是这种情况，你最好趁早投资由标准普尔 500、网络股或其他相关指数组成的基金。

本书所论述的原则中最为重要的是基本投资价值，数值为账面价值与 10 倍股息的和。格雷厄姆和多德非常详尽地阐述了投资与投机的区别，并且给出了许多例子。在他们看来，投资买入股票主要是为了其现今所值，而投机买入股票是为了其未来所值而不考虑其现今所值。当资产价值被高估时，"安全边际"含义就不同了。资产价值的大幅溢价开始会使其安全性比小幅溢价时的资产低。但是运用前几章所论述的策略或其他背离格雷厄姆和多德投资法不多的策略，选取的定价合理的增长型证券会通过增值潜力来弥补这种风险，而这种潜力是格雷厄姆和多德投资策略所没有的。假设投资者能够承受偶尔但不可避免的损失，那么预期的收益将会弥补这种风险，也许还会超出。但即使如此，对于期待高增长而不是平均增长会使得风险很大。

证券的价格偶尔也会反映最糟糕的情况。这时即使有可能价格会崩溃，投资也是理性的，因为价格会回升，也许还能小有盈利。这类似于我们在第一章中讲的骰子游戏，赌场管理员叫 1 点，如果骰子摇成 1 点则保本，如果点数高于 1 点则盈利。沃伦·巴菲特指出，在他购买阿卡迪亚（Arcadia）时，其价格的低迷并不是因为公司经营不善，而是因为一份有利的政府合同的执行不畅。这个公司被收购时他共套利 15%，对公司的错误司法判决重新得到纠正后他赚了更多，政府也欠他一大笔债务以及大量利息，这利息是开始投资的本金两倍还多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资小盘股（多数情况下指股本小于5亿～10亿美元）是回报少于正常的格雷厄姆和多德投资收益的方法之一。这种股票的价值通常被高估，并且其股价的波动与整个市场波动不一致，与相同行业但是规模更大股票的价格波动也不一样。在小盘股上投资当然能盈利，但通常只是经验老到并且熟知该公司或其所处行业专业知识的投资者才能赚到钱。投资在小股票上的盈利往往不稳定并且不能持续，只有当小公司被猛然追捧，价格突然暴涨时才能获利。

事实上对于价值型投资者来说，往往"相对"便宜的股票才是最大的陷阱。当市盈率为25时股票太贵了，但是股票价格跌至市盈率为原来的80%即20倍时，购买股票然后看看会怎样。问题在于，相对便宜可能意味着股票价格的绝对数额会很贵。在这个问题上，价值型投资者不应试图购买价格正在下降的股票。当股市"泡沫化"并且泡沫破灭时，泡沫里面还有很多的空气亟待挤出。而学院派的意见却完全相反，断言股价只不过代表掌握完全信息的买卖双方的公平交易。

用股票收购公司有更大的操作空间，购买者自身的股价往往被高估。因此在这个过程中，其实有意义的不是用美元计量的购买价格，而是购买者股票与被购买者股票的置换比率，这才是真正的价格。若两家公司的股价定价合理，即使其名义价格偏高，其交易也是合适的。就如沃伦·巴菲特所说的，卖出部分甲公司股票而买进乙公司股票，这相当于用一部分甲公司的权益换回了乙公司的权益。事实上，巴菲特指出：那些大企业的首席执行官们在用高估的股票置换回能带来真实收益的普通公司的行为往往是非常理性的，不过，大部分作为目标的公司也是负债累累。

最近的实例就是互联网热。甚至当平时平静如水的苏富比拍卖行宣布有意向进行网上拍卖时其股价也一飞冲天。在这种状况下，甚至以高得不可思议的价格购买小型网络公司都能足够使购买者股票的市盈率翻几番。

股票价格会围绕中心趋势线上下波动，但同时也会随趋势上升。这两者哪一个更为重要呢？格雷厄姆和多德重点关注前者，即价格围绕趋势的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动。而沃伦·巴菲特不同意这点，他更关注趋势本身。但他懂得如何躲避枪林弹雨，如20世纪70年代初在市场高点变现其所持股票，20世纪90年代晚期通过购买General Re公司将投资分散到固定收益投资工具上。

从最近看来，巴菲特可能比格雷厄姆和多德更正确，但仅仅是从整个三十几年的周期来看。对于近半个周期，包括上升的那一半，格雷厄姆和多德投资法在两者中更为有效，我们从周期的增长阶段也能学到更多。在整个周期中，市盈率会从6～7倍变化到13～14倍，为前者的3～4倍。而现在风险正在降低，市盈率正从十几倍降到6～7倍。

在国会委员会的一次演讲中，格雷厄姆被问到为何股价会向其价值回归。他回答他不知道原因，只是经验告诉他有这种趋势。威廉·斯特劳斯与尼尔·豪告诉了我们答案，这将在第二十章中讨论。

现代有效市场理论

有效市场理论假设投资者是“理性的”并通过数学公式和数学证明表现出来。这个假说有几种形式，所有的形式都在理论上说明投资者无论是通过优选股票，还是通过预测市场都不能从系统上“跑赢市场”。

在这些理论中，最有用的概念恐怕是效率边界（Efficient Frontier），它假设可以用两个概念来描述股票，收益和风险（后者用价格的波动来衡量）。该边界是一条平滑的曲线，描述了风险和收益的权衡关系。在风险与收益分析中，仅有部分股票是“有效定价”的，或者在给定风险水平下收益最大，或者是在给定收益水平下风险最小。大部分股票都是无效率的，或者在同一风险水平下其收益比边界上的股票低，或者在同一收益水平下其风险高于边界上的股票。因此人们应该以拥有最优风险—收益特征的股票构建投资组合。效率的概念并不是为了寻找定价有效的股票，而是专注于风险和收益的权衡。

在选股时一般有两种风险：非系统性风险和系统性风险。前者是指具体某一股票的风险，后者是指整个股票市场价格波动风险，也叫做市场风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险。非系统性风险可以通过构建证券组合而分散掉。系统性风险不能被消除，但是可以通过识别具体股票的特征而加以控制。这个理论通过分析两种风险强调了选股的重要性。

证券的系统性风险可以与市场组合的系统性风险进行比较，这里市场组合是指假设的包括市场中所有股票的组合。因为市场组合的风险分散程度最高，非系统性风险被降到最低值，只留下了系统性风险。通过分析可得到的历史数据，一种证券的收益率可与市场组合的收益率标示在同一坐标系中，市场组合的收益率可以用如标准普尔 500 指数收益率作为替代。于是使用标准的数据分析技术可以得出一条理论上的线——回归线，如图 15.1 所示。Y 轴上的截距称做 α（阿尔法值），该线的斜率被称做 β（贝塔值）。α 值是证券非系统性风险收益率的平均值，在理论上它趋近于零。β 值代表证券相对于市场组合的系统性风险。

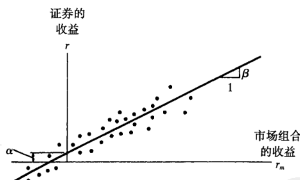


图 15.1　证券 β 值的确定

单只股票的特点可以分为积极型和消极型，以图 15.2 所描述的证券市场线来衡量。市场组合正好具有 1 倍的风险（相对于市场来说）。波动大于市场的更具风险的股票（如计算机类股票）具有比 1 大的 β 值，于是被称做积极型股票。波动小于市场的风险更小的股票具有比 1 小的 β 值，被称做消极型股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

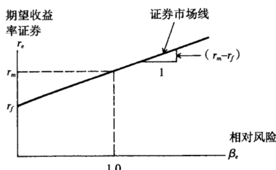


图 15.2　证券市场线

资料来源：奥父子，《资本投资决策的工程经济分析》。

资本资产定价模型（CAPM）的建立，是为了说明期望收益与证券的系统性风险的关系，这以简单的经济原理为基础。内在的理论是相同的风险必然带来相同的回报。于是资本市场的资产价格会调整到相同风险的资产，会有相同的期望收益。尽管经验数据与该模型相矛盾，但该模型应用仍然相当广泛，原因在于其简单易用。该模型表明，资产组合的期望收益率超出无风险收益率的部分与该组合的 β 值成比例。图 15.2 通过证券市场线体现了这一关系。

如果 r_f 为无风险收益率（如国库券的收益率），r_m 为市场组合的期望收益率，r_e 为证券的期望收益率，那么证券的风险收益关系就可以用式子 $r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$ 来表示，其中 $\beta(r_m - r_f)$ 表示风险溢价，叫做证券的风险调整收益率。

例如，现在美国国库券的期望收益率是 10%，市场组合的期望收益率是 14%。$\beta = 1.5$ 的股票的风险溢价为 (1.5) × (14% − 10%) = 6%，而另一股票的风险溢价为 (0.5) × (14% − 10%) = 2%。这两只股票的期望收益率分别是 10% + (1.5) × (14% − 10%) = 16% 和 10% + (0.5) × (14% − 10%) = 12%。

风险分散背后的理念根植于如果单个证券定价差不多有效，那么众多单个证券的组合就更加有效，于是更有可能达到效率边界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于风险最小化的关注可以引出用处最小的观点，有效市场理论（EMT）。有效市场理论有三种形式：弱势、半强势和强势。弱势有效市场理论是指现在的股票价格充分反映了所有的历史信息；半强势有效市场理论假设股价反映了所有公开可得的信息；强势有效市场理论指股价反映了所有的信息，无论公开与否。因此在每种假说下，对应的可得的信息并不会给股票交易者带来任何“优势”。

股价的技术分析研究表明，弱势市场假说，即投资者不能单从历史价格数据的分析中盈利，可能是正确的。学院派赢得一分。半强势有效市场理论是最有趣，也是讨论最多的一种形式。公开可得的信息是被广泛知道的信息。理论上一般的公众都知道所有公开的信息，并且任何一个投资者不会比其他人知道的信息更多，于是这种信息不会提供任何优势。强势有效市场理论假设甚至是占有非公开或“内幕”信息也不会使投资者盈利超过他人，因为小部分交易者所拥有的信息也会使竞争加剧，以至于任何一个额外者都不会获益。表面看来这种观点很不可思议。如果强势有效市场假说成立，那么证券交易管理委员会就没必要存在了，投资者也不必花费任何成本换取“内幕”信息，因为信息已全部反映在股价中了。任何收购都不会有溢价了，因为市场已经充分预期到了这个信息。

还有另外一个有趣的方法。重大信息是指那些可以影响普通投资者决策的信息。使用非公开的重大信息在很多情况下是违法的。（法院有时会裁定无意听到或得到“内幕”信息并使用的投资者免于处罚。）但在所谓的综合理论下，投资者可运用公开的重大信息和非公开非重大的信息进行决策。例如，投资者知道伯克希尔·哈撒韦公司的收购标准（公开的重大信息），并且知道某一合格公司的董事长在他们的第一次会议时已强烈表达了对沃伦·巴菲特的偏好（非公开非重大的信息），于是可能在这家公司被伯克希尔·哈撒韦收购时搭上“顺风车”。另举一个例子，作者在为价值线公司工作期间，曾经断然地调低了一家纠纷缠身公司的推荐投资评级，这是基于分析公司财务比率（公开的重大信息），以及发现正常情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下能言善辩的投资者关系发言人却异常的含糊其辞（非公开非重大的信息）得出的结论。

我们的观点是，大多数收益不是来自直接的已知信息而可能是来自解读的信息，对信息的解读是本书的目标。学院派的观点被许多专业投资者不能跑赢市场这个事实所支持。只有具有高超技巧的投资者如沃伦·巴菲特才能持续地跑赢指数。事实上，巴菲特被学院派称做五或六“西格玛”事件，这是学院派说明他的投资业绩是靠良好的运气而不是靠高超技术的特有方式，并且这种运气的统计概率约为百万分之一。

普通投资者能仅用公开可得的信息跑赢市场吗？机会很小，但是我们认为仔细研读此书或此前类似的读物会给普通读者带来优势。至少我们希望此书会像前辈格雷厄姆和多德的经典书籍一样培育出一些未来的巴菲特，取得达到五或六西格玛的投资业绩。

有效市场理论的一种变化形式是随机行走理论，这种理论认为股价是随机变动的，因此选择一种股票并不会比另一种更有优势。统计上日常的大幅变动如果说有的话，那也很少，而且日常的变动大部分都会被抵消。但是该理论忽略了一段时期内许多日常“小”变动累积起来也可能是大幅变动这个事实。

沃伦·巴菲特对学院派有段评论：“观察到通常情况下市场是有效的，他们就得出市场总是有效的结论。这两者就像黑夜与白天一样有着天壤之别。”

投资者怎样才能跑赢市场呢？根据学院派所说的，只有靠承受更多风险。因为是“市场”而不是单个证券选择决定收益。他们所声明的基本原理，没有任何证券天生就比其他证券更好，实际上与先前所说的有效边界是同样道理。如果风险更高的证券得到更高的收益，那么高风险证券的组合就能产生比平均风险或低于平均风险的证券的组合的收益要高。当然学院派也承认，任何风险的证券的走势都有可能弱于市场。但是通过分散证券的个别风险，很多高风险证券的收益都能超过市场。于是我们可以说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果不同风险类别股票的收益不同，那为什么不从低风险类别中筛选收益好的股票呢？如果成功这样做了，投资者将有双重收获，即低风险高收益。这实际上更像学院派所声称的有效边界。

许多更好的投资服务机构不仅根据收益而且还根据收益所承担的风险来评价一个投资管理者。换句话说，这些度量标准对收益进行风险调整，即根据风险调整后的收益来进行衡量。一个出色的投资者需要好的风险控制意识。有些收益可以通过对 β 值或市场风险进行控制而获得，对于格雷厄姆和多德型投资者来说，关注 α 值即超额回报是一个更合理的策略。

华尔街的一般做法

华尔街是投资领域所谓的“卖方”。“买方”包括个人投资者和互助基金，而“卖方”包括出售股票给“买方”的股票经纪人。正如最近的事实所显示的，“卖方”与“买方”的利益并不总是一致的。更糟糕的是，他们经常说服许多大“买方”做出有悖于投资者利益特别是小投资者利益的投资行为。坦率地说，一些大的机构买方已成为卖方在“赌场”的“托儿”。沃伦·巴菲特指出了像他这样的投资者与华尔街的区别。巴菲特是靠他所交易股票的价值赚钱，而华尔街是靠交易量赚钱。

在最好的情况下，华尔街的公司只不过扮演交易撮合者的角色，撮合买卖双方交易股票。这是一个无风险的交易，经纪人一头或两头赚取佣金，而不用担心持有股票的风险。在其他情况下，“专业经纪人”在纽约证券交易所或华尔街的公司里用他们自己的账户买卖股票。这需要密切关注迅速或几乎是稍纵即逝的套利机会。这被称做自营交易，并且他们是根据对市场状况而不是股票的了解来做这种交易。在任何情况下，华尔街的公司都会想把尽可能多的股票放在顾客的手中，并且赚取佣金和股票买卖差价。

经纪人很少会为顾客制定整体的投资计划或投资策略。邪恶的经纪人甚至会“搅乱”投资者的投资行为以收取佣金，同时在这一过程中顾客的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大部分资金会损失殆尽。更具有职业道德的经纪人会至少根据顾客同意的投资限额进行操作，并且会考虑顾客对于证券的偏好和习惯。敬业和负有责任心的经纪人会进行相当专业化的操作，并且会随时让顾客知悉一切。但不管是哪种经纪人，都有一个内在利益的冲突，即经纪人不是基于其顾客投资的好坏赚钱，而是基于他所能带来交易量的多少。

华尔街喜欢套期保值。这与风险分散有关但并不相同。套期保值通常是买进某种证券同时卖出相关的证券进行抵消并获取两者的差额。套期保值在过去的 20 年中随着新型金融工具的创新已变得更加流行。这不仅包括股票，而且包括期货（在将来的某个时点以确定的价格买卖一篮子股票）和期权。虽然这些工具更频繁地被对冲基金所使用，但华尔街的公司也会采取被称做“专有桌面”（自我资金操作）的机构内对冲操作。

20 世纪 60 年代有一种理论通过操作股票组合（5～10 种）而获益，这是沃伦·巴菲特本人此时（以及以后）所使用的理论。20 世纪 90 年代后期，业绩领先的基金经理也是使用这种理论或该理论的其他形式。例如，杰纳斯 20 基金（Janus Twenty Fund）拥有 20～30 种股票，并且在技术股上的投资比例很大。（证券交易委员会规定最少要有 16 种股票来分散风险。）但进入 21 世纪该基金崩溃后这种风险变得异常明显。

有一种风险控制理念是很合理的。如果最适合的投资都是同一个类型的，比如都是利率敏感型或重工业股票，投资者应该反向思维，将特征相反的股票纳入投资组合。对于后者的要求就不应该那么严格，而仅仅根据其价格的相对便宜程度进行筛选。用这种方式投资者能够使投资组合得到平衡。你可以将组合的一半配置在偏爱的股票上，而另一半配置在经过数量分析设计的最小化组合风险的股票篮子上，这样既留下了一部分风险敞口得到正的收益，又最小化了风险。这个过程叫做最优化，并且要运用历史数据。最理想的状态下，经过数量分析设计的组合的另一半收益会超过或至少等于市场的平均收益。

这些年里，巴菲特在许多股票上赚得了大笔利润：20 世纪 70～90 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代的《华盛顿邮报》、GEICO 以及大都会 ABC/公司（Capital Cities/ABC），最近的可口可乐和吉列。但是他为了保护资产组合不致受损，也同时把伯克希尔将近一半的资金配置在其他高质量的股票上，如 20 世纪 80 年代早期的雷诺公司、通用食品，更近的房地美、富国银行和其他银行股票，还有 20 世纪 90 年代的麦当劳、20 世纪 80 年代后期当股票投资吸引力不够时在固定收益证券上的投资。

如果某一板块例如高科技或网络股票在市场上占主导地位，而我们的目标是相对业绩而不是绝对业绩，我们可能会配置该板块的股票，不过仅以在合适指数中的权重为上限。我们的理论认为，选择股价低而且股息收益高的股票，收益会高于相同类型的其他定价非理性的股票，但是未必高于我们所不熟悉的板块股票的收益，而且也可能被忽视。在这些选择下，当整个市场不景气时，我们必然预期到收益会很糟糕，但是我们根据格雷厄姆和多德投资法选择的那部分与指数负相关的股票的收益却会抵消这种影响。伯克希尔·哈撒韦风格的投资组合就是将投资目标锁定于一些高增长的股票，如美国运通、可口可乐、迪士尼以及吉列，我们对此可能感到很适应。

格雷厄姆和多德投资法的缺陷在于它可能选择一些具有相同 β 值的股票集合，而这与整个市场是截然不同的。因此选择一些市场特征与投资组合非常不同的股票来平衡该组合是非常适宜的。例如 20 世纪 90 年代后期，收益最高的股票是高科技股，其特征通常都与格雷厄姆和多德投资法的要求相去甚远。即使如此，仍然有相当多的高科技股以格雷厄姆和多德型估值或是接近该估值的价格出售。

作为该缺陷的弥补，普信基金（T. Rowe Price Funds）的基金经理观察 1958 年左右的市场时，发现最有前景的选择是那些最近表现很好的股票，也就是说要在新的增长阶段初期选择这些股票。当股票低迷多年，过高的股价早已降利合理水平，优势就在于这些公司股票出众的盈利前景。这是基本的情况，也是在一个长股票市场周期（30～40 年）的半程时有效的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资方法。当市场上的估值有很大差异时价值投资方法效果最好，因为感受到的预期收益差异要大于其真实差异。这种差异在 20 世纪和 21 世纪之交出现过一次。

高增长股以及对保值的期望导致了一个不太合宜的操作，即资产组合保险。从本质上说，这使得投资者与市场变动方向行动一致，市场下跌时卖出，市场上涨时买进。真实的原因是为了避免与市场不一致。资产组合保险的问题在于它需要所有投资者，如果可以这么称呼的话，同时与其他投资者一样在同一方向上买进或卖出。（然而，格雷厄姆与多德教导我们最丰厚的利润是通过与其他人反向操作赚取的。）若每个人都想买，则市场上就没有股票可卖，同样若每个人都想卖，则市场上就没有买家接盘。本质上这些投资决策方法的相互作用，就像小朋友玩儿的剪刀石头布的游戏。出剪刀的赢出布的，出石头的赢出剪刀的，而出布的又赢出石头的。

为了使游戏复杂化，华尔街创造了被称做衍生性金融工具的产品，或简称衍生品。这包括期货（在将来某个时点交割一篮子股票的合约，而不是现时的或正常的交割）以及期权，即在将来某个时间点前买进或卖出股票的权利而不是义务。这些工具已在第四章末尾提到过，但是普通投资者，而且是格雷厄姆和多德型投资者不应该操作这些工具。它们的吸引力在于它们能给最聪明最迅捷的投资者提供其他的投资方式以打败市场上其他人。问题是，“真实”市场（基础市场）与衍生品市场的变动是相互影响并相互加强的。

一句警告：我们的策略建立在可得的信息上，并且只运用了简单的算术。一些专业投资者将他们的投资建立在运用晦涩难解的微积分或其他高等数学计算的结果上。除了短期以外，价值型投资者相对于这些专业投资者也不会处于劣势。当你运用微积分来管理投资组合时，计算的结果将十分精确。然而事实上，他们的计算结果运用的是不精确的数据，于是其结果的精确度无法保证。这样他们给其顾客的信心也就无法保证。一些常识加上小学水平的数学就足以在长期内做得更好。长期资本管理公司的“数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学巫师”若记住这点，应该可以表现得更好。

考虑到风险分散原则，我们的感觉（也是如沃伦·巴菲特一样的实践者的感觉）是我们宁愿选择少部分具有较大安全边际的股票，而不愿选择大部分只有较小或甚至是负的安全边际的股票。对于风险分散倡导者来说，主要的风险似乎不是资金的损失，而是错误地判断了市场趋势。我们更关心满意的“绝对收益”而不是“相对收益”。为了达到这个目的，我们只为资产组合配置符合我们严格标准的证券。因为市场在不断波动，合格证券的数量难免有时会多些而有时会少些。

结束语

尽管原始的格雷厄姆和多德投资法有很多优点，但我们还是不得承认它的缺陷（包括其创造者也有），并且我们一直在努力修改。解决方法是，与只考虑资产负债表不同，我们将估值标准的现代方法融入其中，即考虑盈利、现金流甚至股息。另一个方法是放松初始的选股标准，允许变化，允许选择那些即使单独部分比如资本利得或股息不能获得高收益，但是其组合却能提供丰厚收益的证券。例如在牛市中，很少有价格为净资产的股票，但是却有很多在资本利得、股息收益或是资本利得与股息收益的组合方面很有吸引力的股票。

有两种情况决定一个投资者是否会提前退出市场：首先是盈利的频率，其次是盈利的规模。这不仅适用于投资，而且适用于赌博游戏，如扑克或是桥牌。所有的参与者都想赢，并且最想迅速获胜。因此惯性投资者通过跟随趋势很频繁地获得胜利，但真正的大赢家却是这些盈利颇丰的投资者，尽管盈利不是很频繁。而这必须经常与市场趋势反向操作。大赢家的另一个特征是他们很少会遭受严重的损失，而且从来没有遭受一蹶不振的打击。格雷厄姆和多德投资法的首要目标，是让投资者生存下来明天继续战斗。

一些投资者会被格雷厄姆和多德投资哲学走极端的特点所困扰。我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的经验显示，在极端而不是中间的情况下才能获得最大的收益。首先，这简化了决策制定过程。股票极低的估值意味着存在获得高收益的机会，或是市场即将崩溃的可能。于是你的经历只需要集中在评估市场崩溃的可能性上。就像福尔摩斯说的，除去不可能的，剩下的即使再不可能，那也是真相。换句话说，如果在本书最后一部分所宣称的观点，即还是会有艰难时期出现是确信无疑的话，那么采取具有先见之明的措施还是很必要的。历史显示，格雷厄姆和多德型投资法在30多年的股市周期的一半或者更多时间中运行相当有效，特别是在周期中市场即将回暖的时期。如果这是正确的话，投资者会发现修改后的方法在20世纪90年代整个10年中特别有效，而这一时期对价值型投资者来说恐怕是美国历史上最糟糕的10年。

读者不要将我们宣称的观点当成不可磨灭的信念，即盲目地认为我们的方法或近似的方法会在整个时期或特定时期能跑赢市场。这会挫败仍然坚持认为不可能系统性地赚取超额收益的学院派。你必须仔细思考，判断哪些假设更为正确，哪些假设更符合你的信念和投资哲学。

你对于投资方法的选择也许印证了经济学的一个基本原理，那就是生产中最稀缺的要素将获得最大的财富。规模最大的阵营追随着华尔街的道路，而尽管学院派是一个不同的阵营，但他们似乎也追随其方法，现在他们可以说更接近于与华尔街属于同一个联盟，而不是与我们结盟。因此保守的价值型投资者属于人数最少的阵营。也正是因如此，价值型投资者才可能在以后的岁月中赚得最多。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章

格雷厄姆和多德投资的案例分析

亲口品尝之后才能知道布丁味道的好坏，也就是说理论要经过实践的检验。本章就将探讨一些作者实践过的成功和失败的格雷厄姆和多德型投资案例，并最后附上10个价值线报告以供参考（见表16.1至表16.10）。

五个成功的投资案例

西班牙的恩德撒公司（Endesa），1991～1994

这里介绍的公司名为Endesa，这是西班牙语Empresa Nacional de Espana的缩写词，它是由西班牙政府控制的电力公司。它于1983年由几家小的公共事业公司合并而成，其中最重要的公司从1949年开始就已经派发股息了。西班牙政府试图通过合并实现规模经济和更为有效的运营。因为恩德撒是一家高效的生产商，尽管其设备只占该国的23%，但其供给的电力却占全国的1/3。

该公司的负债和股东权益各占50%，处于适当的保守水平（通常我们将负债率减去20个百分点以与工业公司的产权比率相比较，于是恩德撒的负债权益比率就是3:7），并且该公司的投资项目已接近尾声，所以该比率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很可能会下降。

1991 年这家公司克服了它的最大缺陷，通过购买位于东北部的塞维利亚公司（Sevillana），向西班牙东部和南部最富有的城市地区供给电力。恩德撒现在覆盖了西班牙 1/3 的地区，如果以人口或 GDP 来算的话，该比率更高。

西班牙的经济增长率大约为 3%～4%，而恩德撒位于经济增长速度较快的地区，其经济增长率可达 5%～6%。而且令人欣喜的是：根据其价格管制规定，价格上升区间可达 3%。再考虑到美元约 3% 的通货膨胀率（假设根据正常的购买力平价关系），每年该公司的收入和盈利以美元计价的增长率可达 10%～12%。而利润的增长率很可能是该增长率区间内的最高水平。

恩德撒的股息收益率比美国成熟的电力公司低几个百分点，但是增长前景却比后者好得多。只需 4～5 年通过“交叉”股息率就能达到其开始的购买成本。（也就是说，恩德撒以初始购买价格计算的股息收益率在那个时间比其他公司的高。）

恩德撒在拉丁美洲也有很多发展迅猛的子公司，特别是在西班牙语区的智利和阿根廷，如果当巴西政府放松“私有化”以及对外资开放时，恩德撒也会竞标购买其电力公司。尽管由于不断发生的经济危机导致该地区的投资风险加大，1991 年拉丁美洲还是被视作有前途的投资地区。

在 1991 年中期，作者以 21 美元每股的价格购买，刚好比账面价值高。净资产收益率为 18%，于是资产价值被调整为：账面价值 ×（18/15）×2，大约为 29 美元每股。考虑到其美国存托凭证每年分派的超过 1 美元的股息（再乘以 10），其总的投资价值将近 40 美元每股。这样其购买价格只比投资价值的一半高一点。1994 年以 54 美元每股卖出，这个价格实现了其投资价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融服务开拓者公司（Pioneer Financial Services），1993～1995

金融服务开拓者公司是一家从事人寿与医疗保险的小公司。由于周期性的扩张和紧缩，其过去的股价异常多变，投资的潜力一直没有得到充分体现，直到该公司成为被收购对象，其根本问题——规模太小才成为优势。

1990 年，由于业务膨胀过度导致该公司亏损严重。1991 年似乎得到了恢复，但是接下来 1992 年因为递延取得成本而使公司的资产被高估，需要减去高估的资产。当宣布减去高估的资产时股价应声下跌。但是公司的盈利能力仍然没有变化。

1993 年初我们以 5.25 美元每股的价格购买了一些该公司的股票，其后以 6.5 美元每股的价格卖出，此后价格一直上升到 14 美元每股。当时估值仅为 1993 年每股收益 1.25 美元的 4 倍，非常低。可以说该公司最后主要的麻烦出现在 1992 年。考虑到这点，5 美元每股的股价已经相当便宜了。

次年我们又介入了该股票，以 9 美元每股低于其账面价值的价格买进。价格为 11 美元每股的时候我们又买进了一些，最后一批是在 1995 年以 14 美元每股略高于账面价值的价格买进的。该公司从事的是更有前景的人寿和医疗保险业务，没有任何财产灾害保险。最后该公司的资产质量不错，没有任何瑕疵，并且公司的管理层似乎已得到了教训。

公司董事长（也是创始人）拥有其 28% 的股份是令人欢欣鼓舞的，并且其他管理人员拥有另外 5% 的股权，而且该公司还在积极回购流通在外的股票。这样，管理层与股东的利益更加一致。该公司在不断地产生现金流，其收益是真实的。尤其当最近许多其他公司的状况遭受会计准则的质疑时，这是一个值得考虑的很重要的因素。

令人困扰的是：价值线公司将该公司股票的财务实力评定为 C++，而穆迪和标准普尔将其评为 B。这可能是因为他们将 5 700 万美元的可转换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券算做债务。该债券在股价为 11.75 美元每股时可转换为普通股，股价为 13 美元每股时转换就更没什么损失了，于是该可转换债券可以视为所有者权益。该债券 5 年到期，但是 1997 年就可赎回。1995 年，该公司将部分债券转换为普通股，这比赎回日提前了一年半。

公司的净资产收益率为 10% ~12%，但计划将其提升至最少 15%。在转变期间会有超过 15% 的收益增长率，而其后的收益增长率会达到 15%。那时其股票以每股收益的 13 ~14 倍，也就是账面价值两倍的价格出售。所以无论是运用市盈率还是市净率来估值，价值都有上升至两倍的倾向。加速增长只会带来额外的收益。收益增长率达到 15% ~18% 持续五年，其价格会达到其原始价格的 2 ~3 倍，而实际的影响可能是 4 ~5 倍。

虽然该公司在 1996 年不景气，但是它在当年末以每股 28 美元的价格被康塞可公司收购，在两年半的时间里投资翻了不止两番。

戴尔计算机公司，1996

戴尔计算机公司很明显应该归属于错过的投资一类。在投资方法上，我们运用的不是初始的格雷厄姆和多德投资法，而是其改良版，因为其净资产收益率超过了 15%。于是它的价格比账面价值高得多，但是它的高额净资产收益率弥补了这一点。

戴尔计算机由大学生迈克尔·戴尔创办，他现在仍然是董事会主席。该公司最初的市场定位为计算机及其零部件的邮件直销。这使戴尔的销售没有中间商，从而能在保持高利润的同时以有竞争力的价格出售电脑。直到 20 世纪 90 年代早期，以净利润计算，戴尔是盈利最丰厚的公司，即使它的总利润比其竞争对手低。直销模式使戴尔能够从 IBM 以及市场规模更大的康柏计算机公司手中蚕食市场份额。但是因为戴尔在这三家中规模最小，因而蚕食其他两个对手的一小部分对戴尔来说也是一块很大的蛋糕。

1993 年，戴尔股价因为汇率的变动而遭受沉重的打击。这并不是一个小问题——汇率变动带来的损失后来造成了奥兰治县面临破产边缘。但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个问题也是一次性的，并且也为投资留下了机会，尽管我们错过了。

1996 年初，我们以两倍于账面价值的价格买进戴尔的股票，该价格为经调整的投资价值（在净资产收益率是 30% 时为账面价值的 4 倍）的一半。买进时计算机股票的价格正在下跌，因为高科技行业的产品价格都在下降。出自英特尔创立者戈登·摩尔之口的摩尔定律表明，计算机的计算能力每隔 18 个月就翻一番，这意味着一定计算能力的价格将每隔 18 个月就下降 50% 或是每年下降大约 30%。但是零部件以及芯片的价格也在以近似的速度下降。于是尽管产品价格在稳步下降，但是利润却保持稳定（因为成本也在以近似的速度减少），而更低的价格会带来更高的销售量。（用经济学语言说就是需求是有弹性的。）因此趋势线的最高点和最低点在产品价格下降的同时都上升了很多。

有两件事情促进了计算机业的发展。一是 20 世纪 90 年代中期技术产品的普及。个人电脑行业蒸蒸日上，因为个人电脑的价格在 1995 ~ 1998 年三年的时间里从 3 000 美元左右降到了 1 000 美元。这使得普通之家也能用电脑，其方式与第二次世界大战以后电视机的普及一样。电脑游戏以及互联网的普及也促进了对电脑的需求，而这两样对年轻人的吸引力尤其大，而年轻人是以前被商家忽视的客户。第二个因素是韩国和日本制造的大量廉价芯片使其成本比销售价格下降得更快，因而利润空间更大。

1996 年，我们持有戴尔一段时间以后就卖掉了，收益率达到 50%，但是却错过了其后 500% 的增长。这样就错过了高速增长的时期，尽管其后有一小段时期价值规律允许再次介入市场。本来我们可以用沃伦·巴菲特的投资方式长期持有而变得更加富有。相反，过早卖出显示出了格雷厄姆和多德投资法的弱点。在投资时，我们对计算机行业知之甚少，并且没有能力比较计算机公司的优缺点。

英国钢铁，1999

这是我们 1992 年错过的另一次投资机会，当时英国钢铁的存托凭证价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格低至7美元每股，我们进场的时候股价已比稍早翻了一番，但是资产的价值也同时增大了许多。

许多投资者认为钢铁行业的吸引力不够大，因为钢铁行业很明显是所谓的“周期性”商品行业之一。但是该公司在英国是实实在在的垄断企业，我们担心的只是欧盟的贸易壁垒会在除英国和斯堪的纳维亚以外的欧洲大陆西部的大部分地区消除。另一个担心是1997年和1998年初亚洲对钢铁以及其他金属需求的萎缩。最后令人关切的是欧洲的钢铁公司不能与亚洲和拉丁美洲的低成本钢铁制造商相竞争。

在某些时候，该公司的固定资产有些陈旧并且账面价值被高估，所以该公司的价值低于其每股存托凭证三十几美元的账面价值。但是在20世纪90年代初英国钢铁，投入大笔资金用机器设备更新了其制造工厂。所以部分资产基础是现代化的，并不是所有的资产还是原来的账面价值。为了使财务状况更清晰，该公司处理了落后的生产能力并将其冲销。但该公司每股存托凭证中20美元为营运资金，13美元为减去长期负债的净资产。（长期负债约为10亿美元，但是该公司所有者权益的账面价值有75亿美元，其中34亿美元为股票市场总值。）

该公司的股息收益率为两位数，在不景气的几年里股息有所减少，但是后来又恢复了。该公司从对派发股息的承诺中吸取了惨痛的关于公共关系的教训，我们相信它也不会在同一个地方摔倒两次。

我们的计算表明，该公司的股票值15美元每股，这是基于以下三个方面的计算——股息现金流、减去流动负债后的净营运资金以及固定资产。这意味着该公司的股票售价仅为这三者价值总和的30%～40%。

其财务实力也非常雄厚。实际上，不考虑该行业的周期性特征，基于纯粹的比率计算分析，该公司可以被评为第二等资产，比如穆迪或标准普尔的AA级或是价值线的A+级。

董事长是布赖恩·莫菲特先生，他曾经在公司的股价低于营运资金时任首席财务官。仅计算净营运资金和股息的10倍，而不考虑其固定资产来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估算其资产价值，就得到每股存托凭证 30 美元的结果，而我们的成本是这个数值的一半。

该公司最后与比其规模小的竞争对手之一荷兰的霍高文公司（Hoogoverns）合并，合并后的公司名称为康力斯集团。这一事件是欧洲钢铁产业长期合理化进程的开端，最终这个过程有利于所有钢铁公司的发展。它的主要竞争对手，法国的齐诺尔（Usinor）和西班牙的安赛乐（Acelia）于几年后合并。作为最后的礼物，该公司派发了每股存托凭证 5 美元的股息，在这之后我们卖掉了该公司的存托凭证，在不到一年的时间里获得了 60% 的收益。如果是安德鲁·卡内基的话就不会错过这项投资。

菲利普·莫里斯（Philip Morris），1999

这只股票是我们 20 世纪 80 年代个人投资组合中的一只。由于它，我们的账户每年强劲地增长 15% 左右。

菲利普·莫里斯公司的主营业务是烟草，但是它也有很大部分的食品业务。20 世纪 80 年代，该公司用烟草业务赚来的现金流购买了通用食品公司（General Foods）和卡夫食品公司（Kraft Foods），2000 年左右购买了纳贝斯克公司（Nabisco Foods）。它还购买了米勒啤酒公司（Miller Beer），在 2002 年又将其转卖给南非酿酒公司（South African Breweries）。事实上，食品业务的价值接近于股价低迷时期整个公司的市场价值，这意味着那时该公司烟草业务的市场估值为零。

该公司（以及其他烟草公司）股票的市盈率“总是”很低，因为关于烟草诉讼的风险很大。因此如果其股息收益率高于平均水平，而且以 13% ~15% 的速度平稳地增长，这是一项合理的价值投资。然而其股价却在 20 世纪 60 年代、70 年代和 80 年代平稳地上升。20 世纪 90 年代是这一趋势的例外，因为在这 10 年中有关烟草的诉讼达到了顶峰。

有一个原因可能会解释为什么烟草诉讼在 20 世纪 90 年代而不是其他的时间达到了高潮。于 1991 年出版的《世代》（*Generations*，将于第二十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章详细讨论）预见性地警告，出生在第二次世界大战刚刚结束后的美国婴儿潮一代在进入中年后会“猛烈地抨击烟草”。这个时代精神非常类似于出生在美国内战后的一代进入中年后带来的20世纪20年代的禁令。先于婴儿潮一代的沉默一代为这种保守准备了基础，因为他们是美国历史上最喜欢诉讼的一代。沉默一代的一个代表就是纽约市的迈克尔·布隆伯格市长。

在1993年初，由于技术原因我们卖掉了菲利普·莫里斯公司的股票。许多年来第一次该公司股票的年末市场价格（1992年）比上一年年末的价格低，因此增长趋势可能就此被打破。

1999年，我们设想最坏的情况就是公司的价值会被腰斩，即盈利、股息以及资产都只有现有水平的50%。（这种情况假定原告们会在结案时提出公司价值50%的赔偿而不是杀鸡取卵。）在这种设想下，现有15倍的市盈率变成7.5倍，而8%的股息收益率在我们介入市场价格为24美元每股时变成4%。而且我们进一步认为，尽管境况不妙但是增长仍会持续。事实上，公司的股价随后上升至40多美元每股，我们在这个价格卖出，而随后股价又继续攀升至50美元每股，这个价位在持续性的诉讼风险后基本达到了它的价值。

该公司其后又经受了两次打击，一次是2002年支付了280亿美元的评审奖给一位罗得岛的女士，另一次就是纽约市市长迈克尔·布隆伯格发起的反对烟草的运动。该运动使得向烟草行业征收抑制性的高额城市消费税成为现实，并且推动了在餐馆等公共场所禁烟令的实施。

我们最大的猜想是，烟草需求即奥驰亚股票，会在21世纪头10年的后期得到复苏，那时婴儿潮一代退休，更加实用主义的某代人进入中年，成为社会中坚力量，而这些人恰恰是现在美国的主要吸烟人群。同样，如果到时经济状况如我们认为的那样艰难，吸烟的现象仍然会重新流行。（20世纪90年代市场繁荣时吸烟并不受欢迎，而鼓励人们注重“更高级”的需求。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五项错过的投资

作者也曾考虑过这五项投资，但是因为当时这些公司的投资机会并不是表现得很明显，所以导致投资机会溜走了。

瑞典的爱立信，1987

爱立信是电子通信设备制造商。在今天看来这个行业非常有前景，但当时人们却并不看好。当时老式有线电话业在发达市场上发展确实已成熟。但这是一个稳定增长的行业。它是瑞典最重要的公司，就相当于那个国家的“通用电气”。爱立信因技术精密而久负盛名，尽管它从事的是一个被认为过时了的行业。

该公司股票的售价比其营运资金价值低，只相当于其账面价值的一部分。其盈利与 1986 年的丰厚盈利相比下降了许多，但利润率仍然相当可观。股息收益率为 5%，不高不低。最大的缺点在于该公司的规模在这个行业来说非常大，以至于不可能成为被收购的对象，尽管瑞典政府允许其被收购。其股价在 20 世纪 80 年代末几次飞速上升至其账面价值的几倍。

第二次机会的来临是在 1992 年，当时其股价是账面价值的两倍，或是等于给定其高净资产收益率而调整后的投资价值，但是机会又一次溜走。首先，重要的新应用如移动电话和数据传输网络的发明带来了通信业的第二次革命，于是爱立信、芬兰的诺基亚和美国的摩托罗拉都必须在这些领域大力投资。其次，拉丁美洲和东亚的新兴市场变成电话产品的重要销售地。实际上，在很多国家，移动电话的需求已超过对有线电话的需求，因为这些国家试图大步迈向能容纳更多标准通信产品的现代通信网络。这种现象在位于北极附近、人口相对于其领土来说比较稀少的芬兰，以及人口稠密导致需求旺盛的韩国尤其明显。实际上 20 世纪 90 年代后期，该公司大约有 1/3 的销售是在上述国家实现的。

价值型股票可以变成增长型股票，但是如果你在增长启动之前根据其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值买入股票，那么你就得到了“最佳的”价格。从另一个角度说，如果你按照格雷厄姆和多德投资法做，有时你会有幸得到未曾预料到的回报。在20世纪90年代的整个10年中，它都是值得长久持有的股票，但是你必须在21世纪的市场萧条前卖出以保存本金。

爱立信在手机市场上最终被芬兰的诺基亚打败。在技术泡沫破灭后，这三家移动电话公司都元气大伤，但是诺基亚受到的影响比其他两家稍微小一些。许多发生在爱立信身上的事同样也会在诺基亚身上应验。对美国投资者来说，不幸的是诺基亚早在1994年就以美国存托凭证的形式上市，而在这之前其股价已脱离了格雷厄姆和多德的价值领域。

富国银行（Wells Fargo），1990

这是一项开始成功，但最终看来却错过了好行情的投资。1990年秋季，我们以每股50美元的价格买进了富国银行的股票。这个价格低于其账面价值，大约是1990年每股收益的5倍，在这个价格上其股息收益率相当不错。几周后，伯克希尔·哈撒韦公司也购买了这个银行的股票，这个消息实在是令人振奋。然而在“积少成多，至少我不会破产”的指导下，当该股短期内爬升至55美元每股时，我们就卖掉了该银行的所有股票，仅仅赚得了10%的收益。

富国银行的董事长是卡尔·理查特，他以在奢侈浪费行业大力削减成本而闻名于世。仅这个事实就保证了该银行的长期盈利前景比其他银行要光明。但是其地点在加利福尼亚州却是个很大的问题，因为美国经济当时已陷入衰退，而加利福尼亚州在此前的繁荣中获益最大，相应的衰退也应该比其他地方要严重。

1990年，伯克希尔·哈撒韦的年报显示，沃伦·巴菲特也考虑到了相同的问题。他阐述的第一个风险是加利福尼亚州的地震。另一个紧迫的关切是，“经济紧缩或金融震荡如此严重，以至于无论高杠杆经验机构运转如何良好都会陷入危险境地”。最后而且最现实的担心是不动产价值和贷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款的崩溃，特别是在加利福尼亚州。对于这点，他说："富国银行尤其脆弱。"他认为在不动产贷款上的损失可能会使1991年的盈利减至零，但是他也认为"发生的可能性很小，不是非常可能"。即使这会发生，他认为富国银行也不会受很大影响，因为很少有其他的公司"能够使所有者权益实现20%的增长"。

对于1991年的情况来说，我们以更为消极的观点来看更为正确。我们认为，不仅仅是可能而是极有可能出现盈亏持平的局面，因为大多数银行同时都"一窝蜂"似的出现了坏账。富国银行也同样如此，结果盈利消失了。更令人不安的是，股息也同时下降。而令人惊奇的是，股价在1991年初海湾战争胜利后却攀升至100美元每股，但是其后在1992年中又跳水至57美元每股。该年的净资产收益率仅为14%，而不是20%。即使如此，很明显该银行在恢复之中，股息很快就回升了，尽管只有先前水平的一部分。于是我们有机会在1992年以稍高于一年前卖出的价格，或是稍早时价格的一半（实际上低于其售价55美元每股，由于利息收入而稍微调高）再次介入市场，这次机会比前次的市场环境要优越得多，但是我们却错过了。

这个历程表明，我们在短期前景预测上是正确的，巴菲特却在长期上更加独树一帜，而最终这才是盈利的关键。在1994年以后，该银行的净资产收益率达到了15%～20%。而加利福尼亚州的地理位置也由20世纪90年代早期的劣势变成了后期的优势，因为那儿竞争更少，至少来自当地金融机构的竞争更少（美洲银行当时的经营情况不佳）。错过一个巴菲特式的投资增值的可能性，也就是错失良机。

在理查特退休后，该银行在1996年扩张得太快，在购买加利福尼亚第一州际银行（California's First Interstate）的交易中支付过多。风水轮流转，明尼阿波利斯的诺威斯特公司（Norwest Corporation）在1998年购买了该银行，并将合并后的银行叫做富国银行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花旗银行，1995

总部位于纽约市的花旗银行是美国最大的商业银行。它拥有很多的头衔，如美国最大的消费贷款银行（信用卡贷款）、巨大的美国国内企业业务银行以及优秀的世界级国际银行。

发展中国家的坏账，尤其是来自拉丁美洲的坏账，使花旗银行陷入了困境。20 世纪 80 年代中期，其即将离职的董事长李世同（Walter Wriston）用其宣言“国家不会破产”来代替信用分析。结果是其消费者贷款业务和国内商业银行业务的情况不明朗。

而其后任董事长约翰·里德的确为花旗的未来奠定了基础。作为麻省理工学院的毕业生，他从“后台”部门升迁至此，运用技术建立自助取款机信用卡业务，并且为花旗 20 世纪 90 年代和 21 世纪的发展制订了远期规划。他面临的主要挑战是处理李世同和其他前任董事长遗留下来的在企业贷款业务方面的问题。事实上，由于花旗占统治地位的是企业贷款业务，所以他能升至持股公司的董事长几乎是个奇迹。（李世同的导师曾建议他让三个最优秀的候选人进行比赛，而最终里德胜出。）

20 世纪 90 年代早期，花旗银行接近破产边缘。那时其股价已跌至 10 美元每股以下，仅仅比其账面价值高出 1/4。但是在阿拉伯投资者阿尔瓦利德王子及时的注资下，花旗获得了重生。就像沃伦·巴菲特的 GEICO，在经典的格雷厄姆和多德投资观点看来，这是一个转折点，但是对于普通投资者来说，这太复杂，风险太大。

由于 1994～1995 年美联储连续 7 次加息，花旗银行连同其他主要的大银行的股价都进入了格雷厄姆和多德的价值投资区间。1995 年初，其股票售价为 39 美元每股，接近一年前的账面价值。再加上它的股息，其售价也低于其投资价值。该银行在 1995 年的盈利增长有限，是因为其 1994 年的盈利享受了税收优惠。在进行税收调整后，花旗银行 1994 年每股的收益仅为 5.25 美元，与 1995 年高于 6 美元的每股收益比较更为现实合理。于是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花旗银行有高收益、低价格的双重优点。由于这些因素和对世界经济前景的乐观，我们和其他投资者本来应该紧跟王子的步伐，从 20 世纪 90 年代初持有花旗银行股票至 90 年代中期。（然而他其后在高科技行业公司的投资却没有如此精明。）

1998 年，当花旗银行与首席执行官桑迪·韦尔的旅行者集团（Traveler's Group）合并形成后来成为道琼斯 30 只工业股票之一的花旗集团（Citigroup）时，花旗银行的价值得到充分重视。为了达成合并，国会废止了于 20 世纪 30 年代制定的《格拉斯－斯蒂格尔法案》（Glass－Steagall Act），该法案禁止商业银行和投资银行在同一公司下运作。花旗集团现在能在同一屋檐下运作全面的商业银行业务和主要的投资银行业务（所罗门美邦）。其股价急剧上升，因为合并时银行的股票以账面价值的两倍计算，并且在 1995～1998 年间，其公司的盈利增长了许多。这种“对等合并”给花旗集团带来了稍微不确定的将来，但是这是一个有趣的结果，因为公司高层权利的分享（桑迪·韦尔和约翰·里德成为联席首席执行官直至里德离开）和企业文化的差异。

国际铝业（International Aluminum），2000

国际铝业在许多方面都符合格雷厄姆和多德的投资标准。它从事的是“无聊的”商品制造业，出售建造房屋用的铝板和其他铝部件。盈利能力的下降使其股价低迷，比其账面价值折价了许多。经过考虑，我们最后决定不投资这只股票。部分原因是其规模小，这点就不符合格雷厄姆和多德的投资标准。但是更重要的原因在于，我们怀疑其管理层使公司成功转变的能力。错过这项投资是正确的，尽管这有后见之明的嫌疑，但同时其股价确实从我们提议介入的价位上上涨了许多。

销售的放缓和毛利的减少使利润下降。该公司受困于其业务在地理和行业上过于广泛，这是胡乱收购项目的后果。问题的关键在于产品生产线和销售渠道太多，难于管理。但是该公司通过出售或关闭边缘业务并没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚得太多现金流，若有也将其投入使这些业务起死回生，而不是缩小其规模。

与低的净利润相比，低并且正在下降的净资产收益率更反映了该公司盈利能力的缺乏。20 世纪 90 年代中期是该公司最繁荣的时期，此时净资产收益率也只有 15% 左右。但是现在每一美元所有者权益只赚取那时的 1/3，也就是说净资产收益率为 5%。当然毛利和利润不会永远这么低。我们猜测最好的“平均”盈利能力是净资产收益率为 8% 左右。

该公司的吸引力在于它的资产负债表，没有负债并且账面价值为每股 29 美元，并且其一半是以营运资金的形式存在。在价格为每股 14 美元的时候，我们强烈地希望介入该股，因为这个价格比其账面价值的一半还少。在这个价位上，即使只有“普通的”8% 的净资产收益率投资该股也是非常不错的选择。股利支付率为 50%，股息派发率为 4%。但这个账面价值的 4% 的派发率导致了 8% 的股息收益率，因为购买价格只有账面价值的一半。4% 的留存收益率理论上意味着所有者权益 4% 的增长。于是理论上“当时”的总回报为 12%。由于其商品制造业的性质以及我们认为其管理水平只是平庸，有意义的增长仍然还是有的。并且总是会有被购买或是被管理层以账面价值或接近账面价值的价格收购的可能性，因而其回报率会高于其预计的 12%。

事实上，曾有一个持有该公司约 7% 股权的私人投资者提出以每股 18.25 美元的价格收购公司其他股份的意向，该价格比其当时的低股价稍高。但是管理层拒绝了此邀约。意识到该公司存在的问题后，该公司的高层管理人员数次变动，最后尝试保持控制的持续性。

尽管有了这些人事变动，但公司管理仍然没有起色甚至更差——低于平均水平。该公司错过了利用 2001 年和 2002 年房地产繁荣的机会。相反，它却连遭厄运，包括工人罢工和主要客户的流失。净资产收益率持续恶化，盈利能力和股息支付的持续性均受到质疑。在其业务基本面如此糟糕的情况下，尽管拥有漂亮的资产负债表和低廉的股价，投资该公司也不具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有吸引力，但也有更多其他的乐观投资者将其股价推升至20多美元每股。

沃罗汉木材（Wolohan Lumber），2001

与国际铝业相反，这是一家值得投资的小型公司。当然现在这样说也是后见之明。但是当时确实存在着许多微妙的信号，表明该公司股票值得投资，然而我们却错过了识别这些信号的机会，等我们意识到这一点的时候已经太晚了。

沃罗汉木材公司也在相对成熟的房地产市场中经营。它曾创造过销售增长的黄金时期，但当时却停滞不前，首先是因为商品（木材）价格不可能再上升，其次由于竞争太激烈，毛利也受到了挤压。但不像国际铝业，沃罗汉的管理层处理适当，并为他们自己和股东创造价值。它将精力集中在核心业务上，将不适合的业务进行剥离。该公司也引进了价值增值产品和服务，产生现金流和收缩其资产基础。因此其6%～7%相对低的净资产收益率得到了维持。

其账面价值为每股20美元，并且流动资产几乎占账面价值的一半，然而股票价格却只有13～14美元每股。在2000～2001年间，管理层以每股低于15美元的价格在公开市场上购进了将近25%的流通在外的股票。尽管如此，资产负债表仍然很漂亮，在所有者权益减少的同时负债也减少了，这是该公司现金流强劲的表现，可以从现金流量表看出这点，尽管其损益表毫无光彩。该公司放松了对营运资金的控制，同时也从资产的出售中产生了大量的现金流。考虑到这些事实，低廉的购买价格是对其更具流动性资产基础的实际折价。

管理层尤其是詹姆斯·沃罗汉现在仅拥有不到50%的股权。管理层已采取有利于所有者的措施，作好了完成主要重组（如管理层买断）的准备。然而股价却跌至每股10美元，比账面价值的一半还少。限制我们投资兴趣的是其极低的股息。然而我们在计算股息派发率时本应该将其股票回购考虑在内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层很可能进行杠杆收购。事实上，为了给股东“提供流动性”，公司向所有的流通股股东报价15美元每股。购买的资金一部分由内部产生的资金进行支付，另一部分通过长期负债融资。大部分但并不是所有流通在外股份的股东接受这个邀约，并且股票的交易仍然以小量在进行。股价随后上升至约每股20美元，接近账面价值。

管理层最终在2003年8月以每股25.75美元的价格进行了私有买断。该公司现在实际上是詹姆斯·沃罗汉私人控股的公司，他持有该公司股份的绝大部分。美国国内税务署对私人持有公司的净营运资金有着严格的规定，若违反则课以惩罚性的重税，以迫使其派发股息。而这一规定不包括被长期负债所覆盖的那部分营运资金。于是该公司不得不靠负债来进行买断，但是随着该公司持续地产生现金流以及偿还负债，在公开市场上重发新股将其拥有者的股份减至低于50%也是有可能的。

总的来说，沃罗汉木材公司与国际铝业一样拥有极富吸引力的资产负债表和毫无生气的损益表。不同的是，前者能根据自身的财务状况进行变动，产生现金流的能力更为强劲。这表明实际的经济盈利能力比会计盈利能力更为重要，从而使外部股东的权益被货币化。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16.1 恩德撒公司数据汇总（1988～1991） （单位：美元）

年 份	1988	1989	1990	1991（估计）
每股收入	15.87	19.13	22.82	24.00
每股“现金流”	4.97	5.61	6.96	7.65
每股收益	2.27	2.60	3.38	3.85
每股股息	0.80	0.70	0.90	1.18
每股账面价值	13.95	13.82	17.92	20.75
股票数量（百万股）	260.01	260.01	260.01	260.01
股票价格（年中低点）	12.0	14.1	18.1	20.0
总市值（百万）	3 120.1	3 666.1	4 706.2	5 200.2
市盈率（倍）	5.3	5.4	5.4	5.2
市净率（倍）	0.9	1.0	1.0	1.0
股息收益率	6.7%	5.0%	5.0%	5.9%
收入（百万）	4 127.1	4 974.4	5 933.9	6 700
净利润（百万）	591.4	677.7	887.4	1 040
长期负债率	54.8%	55.2%	50.2%	46.0%
股东权益比率	45.2%	44.8%	49.8%	54.0%
资本收益率	7.8%	12.6%	12.8%	13.5%
净资产收益率	16.3%	18.9%	19.0%	19.1%
再投资率	8.3%	13.0%	12.9%	13.4%
股息派发率	8.0%	5.9%	6.1%	5.7%
留存收益率	51%	69%	68%	70%
股息支付率	49%	31%	32%	30%

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16.2 金融服务开拓者公司数据汇总（1993～1996）（单位：美元）

年 份	1993	1994	1995	1996（估计）
每股收益	1.26	1.58	1.85	2.00
每股股息	0.00	0.15	0.18	0.21
每股账面价值	10.24	14.35	14.35	16.65
股票数量（百万股）	6.72	5.92	10.08	10.50
股票价格（年中低点）	4.6	8.5	8.8	15.0
总市值（百万）	30.9	50.3	88.7	157.5
市盈率（倍）	3.7	5.4	4.8	7.5
市净率（倍）	0.4	0.6	0.6	0.9
股息收益率	0.0%	1.8%	2.0%	1.4%
总收入（百万）	703.7	774.2	800.1	930
净利润（百万）	12.2	17.1	21	29
总资产（百万）	1 108	1 076	1 559	1 700
股东权益（百万）	92.5	90	165.8	175
股本回报率	13.1%	19.1%	12.8%	16.5%
再投资率	10.9%	15.9%	10.9%	15.2%
股息派发率	2.2%	3.2%	1.9%	1.3%
留存收益率	83%	83%	85%	92%
股息支付率	17%	17%	15%	8%

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16.3 戴尔计算机公司数据汇总（1993～1996） （单位：美元）

年　份	1993	1994	1995	1996（估计）
每股销售收入	37.88	43.79	56.67	77.35
每股“现金流”	－0.09	2.19	3.30	4.20
每股收益	－0.53	1.58	2.74	3.60
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00
每股账面价值	4.54	6.61	10.35	14.10
股票数量（百万股）	75.86	79.36	93.45	95.00
股票价格（年中低点）	6.9	9.6	19.8	23.0
总市值（百万）	523.4	761.9	1 850.3	2 185.0
市盈率（倍）	不详	6.1	7.2	6.4
市净率（倍）	1.5	1.5	1.9	1.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售收入（百万）	2 873.2	3 475.3	5 296.0	7 350.0
折旧（百万）	30.7	33.1	38.0	42.0
净利润（百万）	－35.8	149.2	272.0	360.0
营运资金（百万）	510.4	719.0	1 018.0	1 150.0
长期负债（百万）	100.0	113.4	113.0	0.0
股东权益（百万）	471.1	651.7	973.0	1340.0
资本收益率	不详	20.30%	25.70%	27%
净资产收益率	不详	22.90%	28.00%	27%
再投资率	不详	21.5%	27.7%	27%
股息派发率	不详	1.4%	0.3%	0%
留存收益率	不详	94%	99%	100%
股息支付率	不详	6%	1%	0%

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16.4 英国钢铁公司数据汇总 1996～1999 （单位：美元）

年 份	1996	1997	1998（估计）	1999（估计）
每股销售收入	57.79	57.85	58.60	60.60
每股“现金流”	4.86	4.34	3.60	4.10
每股收益	3.33	1.89	1.00	1.50
每股股息	1.55	1.77	1.77	1.77
每股账面价值	38.05	38.49	39.15	39.90
股票数量（百万股）	203.58	203.76	198.14	198.00
股票价格（年中低点）	24.9	20.8	16.4	
总市值（百万）	5 069.1	4 238.2	3 249.5	
市盈率（倍）	7.5	11.0	16.4	
市净率（倍）	0.7	0.5	0.4	
股息收益率	6.2%	8.5%	10.8%	
销售收入（百万）	11 775	11 463	11 600	12 000
折旧（百万）	485.7	486.8	510	520
净利润（百万）	505.3	372.9	200	295
营运资金（百万）	5 258.1	3 858.4	4 250	4 500
长期负债（百万）	1 038.3	1 193	1 000	975
股东权益（百万）	7 753.9	7 626.3	7 750	7 900
资本收益率	6.2%	4.7%	2.5%	3.5%
净资产收益率	6.5%	4.9%	2.5%	3.5%
再投资率	2.2%	0.5%	不详	不详
股息派发率	4.3%	4.4%	不详	不详
留存收益率	34%	11%	不详	不详
股息支付率	66%	89%	不详	不详

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16.5 菲利普·莫里斯公司（奥驰亚）数据汇总（1997～2002） （单位：美元）

年 份	1997	1998	1999	2000	2001	2002
每股销售收入	29.71	30.61	33.61	36.38	41.78	39.43
每股“现金流”	3.3	2.91	4.01	4.63	5.06	5.26
每股收益	2.58	2.20	3.19	3.75	3.87	4.49
每股股息	1.6	1.68	1.84	2.02	2.22	2.44
每股账面价值	6.15	6.66	6.54	6.79	9.12	9.55
股票数量（百万）	2 425.5	2 430.5	2 338.5	2 208.9	2 152.5	2 039.3
股票价格（年中低点）	36	34.8	21.3	18.7	38.8	35.4
总市值（百万）	87 318	84 581.4	49 810.05	41 306.43	83 517	72 191.22
市盈率（倍）	14.0	15.8	6.7	5.0	10.0	7.9
市净率（倍）	5.9	5.2	3.3	2.8	4.3	3.7
股息收益率	4.4%	4.8%	8.6%	10.8%	5.7%	6.9%
销售收入（百万）	72 055	74 391	78 596	80 356	89 924	80 408
折旧（百万）	1 700	1 690	1 702	1 717	2 337	1 331
净利润（百万）	6 310	5 372	7 675	8 510	8 560	9 402
营运资金（百万）	2 369	3 851	2 878	−8 711	−2 866	−1 641
长期负债（百万）	11 585	11 906	11 280	18 255	17 159	19 189
股东权益（百万）	14 920	16 197	15 305	15 005	19 620	19 478
资本收益率	25.8%	20.9%	30.8%	27.2%	25.4%	26.0%
净资产收益率	42.3%	33.2%	50.1%	56.7%	43.6%	48.3%
再投资率	16.1%	8.6%	21.5%	26.6%	19.2%	22.2%
股息派发率	26.2%	24.6%	28.6%	30.1%	24.4%	26.1%
留存收益率	38%	26%	43%	47%	44%	46%
股息支付率	62%	74%	57%	53%	56%	54%

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16.6　爱立信公司数据汇总（1987～1992）　　（单位：美元）

年　份	1987	1988	1989	1990	1991（估计）	1992（估计）
每股销售收入	29.08	26.66	31.01	39.03	37.60	38.35
每股“现金流”	1.65	1.83	2.65	4.29	2.50	2.45
每股收益	0.59	1.05	1.69	2.89	0.95	0.90
每股股息	0.31	0.34	0.45	0.62	0.63	0.65
每股账面价值	7.79	8.26	9.69	12.85	13.00	13.20
股票数量（百万股）	190.81	191.07	204.87	205.73	207.50	208.50
股票价格（年中低点）	5.1	5.3	11.7	25.5	15.4	
总市值（百万）	973.1	1 012.7	2 397.0	5 246.1	3 195.5	
市盈率（倍）	8.6	5.0	6.9	8.8	16.2	
市净率（倍）	0.7	0.6	1.2	2.0	1.2	
股息收益率	6.1%	6.4%	3.8%	2.4%	4.1%	
销售收入（百万）	5 548.0	5 093.1	6 353.3	8 029.2	7 800.0	8 000.0
折旧（百万）	201.9	150.4	204.0	276.2	325.0	325.0
净利润（百万）	112.5	199.8	339.0	606.1	195.0	190.0
营运资金（百万）	2 061.6	1 895.7	2 121.1	2 566.9	2 400.0	2 500.0
长期负债（百万）	557.7	496.7	341.0	188.5	150.0	150.0
股东权益（百万）	1 487.0	1 577.5	1 985.4	2 643.9	2 700.0	2 750.0
资本收益率	6.4%	10.8%	15.5%	23.1%	8.0%	8.2%
净资产收益率	7.6%	12.7%	17.1%	22.9%	7.4%	7.7%
再投资率	3.3%	8.5%	12.8%	18.3%	2.4%	2.2%
股息派发率	4.3%	4.2%	4.3%	4.6%	5.0%	5.5%
留存收益率	43%	67%	75%	80%	33%	29%
股息支付率	57%	33%	25%	20%	67%	71%

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16.7 富国银行数据汇总（1989～1994） （单位：美元）

年 份	1989	1990	1991	1992	1993	1994
每股收益	11.02	12.05	0.04	4.44	10.10	14.78
每股股息	3.30	3.90	3.50	1.50	2.25	4.00
每股账面价值	48.08	57.44	54.00	57.44	65.86	66.77
股票数量（百万股）	51.08	51.44	52.00	55.19	55.81	51.25
股票价格（年中低点）	59	41.3	48	56.5	74.8	127.1
总市值（百万）	3 013.7	2 124.5	2 496.0	3 118.2	4 174.6	6 513.9
市盈率（倍）	5.4	3.4	不详	12.7	7.4	8.6
市净率（倍）	1.2	0.7	0.9	1.0	1.1	1.9
股息收益率	5.6%	9.4%	7.3%	2.7%	3.0%	3.1%
净利润（百万）	601.1	642.8	21.0	283.0	612.0	841
长期负债（百万）	2 541	2 417.2	4 220	4 040	4 221	2 853
股东权益（百万）	2 860.9	3 359.8	3 271	3 809	4 315	3 911
净资产收益率	21.0%	19.1%	0.6%	7.4%	14.2%	21.5%
再投资率	14.1%	12.4%	不详	4.1%	10.1%	14.8%
股息派发率	6.9%	6.7%	不详	3.3%	4.1%	6.7%
留存收益率	67%	65%	不详	55%	71%	69%
股息支付率	33%	35%	不详	45%	29%	31%

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16.8 花旗集团数据汇总（1990～1995） （单位：美元）

年 份	1990	1991	1992	1993	1994	1995（估计）
每股收益	0.57	－3.22	1.35	3.53	6.40	6.35
每股股息	1.74	0.75	0.00	0.00	0.45	1.20
每股账面价值	24.34	21.22	21.74	26.04	34.38	40.40
股票数量（百万股）	336.51	346.25	366.49	366.49	395.08	425.00
股票价格（年中低点）	10.8	8.5	10.4	20.5	28.3	38.5
总市值（百万）	3 634	2 943	3 811	7 513	1 1181	16 363
市盈率（倍）	18.9	－2.6	7.7	5.8	4.4	6.1
市净率（倍）	0.4	0.4	0.5	0.8	0.8	1.0
股息收益率	16.1%	8.8%	0.0%	0.0%	1.6%	3.1%
净利润（百万）	318	－914	722	1 919	3 422	3 450
长期负债（百万）	23 187	23 345	20 136	18 133	17 894	21 000
股东权益（百万）	9 679	9 526	11 217	13 980	17 769	20 175
净资产收益率	3.30%	不详	6.40%	13.70%	17.70%	17.0%
再投资率	不详	不详	4.5%	11.5%	14.9%	17.0%
股息派发率	不详	不详	1.9%	2.2%	2.8%	0.0%
留存收益率	不详	不详	71%	84%	84%	100%
股息支付率	不详	不详	29%	16%	16%	0%

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16.9　国际铝业公司数据汇总（1999～2002）　（单位：美元）

年　份	1999	2000	2001	2002
每股销售收入	56.99	50.78	50.16	45.64
每股“现金流”	3.92	1.98	2.86	1.88
每股收益	2.41	0.29	1.09	0.24
每股股息	1.20	1.20	1.20	1.20
每股账面价值	29.99	29.29	29.16	26.11
股票数量（百万股）	4.29	4.24	4.24	4.24
股票价格（年中低点）	23.4	14	17.8	15.5
总市值（百万）	100.4	59.4	75.5	65.7
市盈率（倍）	9.7	12.8	16.3	64.6
市净率（倍）	0.8	0.5	0.6	0.6
股息收益率	5.1%	8.6%	6.7%	7.7%
销售收入（百万）	244.6	215.5	212.9	193.7
折旧（百万）	6.5	7.2	7.5	7.0
净利润（百万）	10.3	1.3	4.6	1.0
营运资金（百万）	69	63.6	66.1	58.0
长期负债（百万）	0	0	0	0
股东权益（百万）	128.7	124.3	123.8	110.8
资本收益率	8.0%	1.0%	3.7%	0.9%
净资产收益率	8.0%	1.0%	3.7%	0.9%
再投资率	4.0%	不详	不详	不详
股息派发率	4.0%	不详	不详	不详
留存收益率	50%	不详	不详	不详
股息支付率	50%	不详	不详	不详

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16.10 国际铝业公司数据汇总（1998～2001） （单位：美元）

年　份	1998	1999	2000（估计）	2001（估计）
每股销售收入	81.09	80.31	72.20	77.65
每股“现金流”	2.73	2.70	2.20	2.80
每股收益	1.05	1.19	0.50	0.90
每股股息	0.28	0.28	0.28	0.28
每股账面价值	17.78	19.27	21.10	22.35
股票数量（百万股）	5.55	5.03	4.50	4.25
股票价格（年中低点）	8.4	10.8	8.1	
总市值（百万）	46.6	54.3	36.5	
市盈率（倍）	8.0	9.1	16.2	
市净率（倍）	0.5	0.6	0.4	
股息收益率	3.3%	2.6%	3.5%	
销售收入（百万）	449.9	404.0	325.0	330.0
净利润（百万）	6.8	6.3	2.5	4.0
营运资金（百万）	53.2	52.3	45.0	50.0
长期负债（百万）	17.1	12.6	9.0	11.0
股东权益（百万）	98.7	96.9	93.0	94.0
资本收益率	6.8%	6.4%	3.0%	4.5%
净资产收益率	6.9%	6.5%	2.5%	4.0%
再投资率	5.0%	5.0%	1.1%	2.8%
股息派发率	1.5%	1.5%	1.4%	1.2%
留存收益率	73%	77%	44%	69%
股息支付率	27%	23%	56%	31%

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章
实时实验

乔治·索罗斯曾经用一个他所称的“实时实验”来证明他的投资技术。在本章中，作者将运用其个人退休账户（IRA）来作这个实验，持续1999年一年的时间。计算很简单，因为没有资金的流入和流出，报告由嘉信理财（Charles Schwab）处理。另外它是税收递延型（也称税收中性）账户，所以所有的交易可以在不考虑税收影响的情况下进行。这种情况不是完全臆想的，因为美国的投资资金中有近3/4都是税收递延型主体，例如养老金、个人退休账户、401（k）养老金计划，以及年金或是税收优惠的投资工具，如市政债券。该账户的规模达到6位数字，资金规模不大，不会引起“市场变动”成本（即大额资金进行交易时会引起股价的变动）或是其他与购买小型股票相关的流动性问题，但是也“足够大”，使其具有足够的代表性以像“实际资金”一样运转。

1999年前的预热

1999年前的一些年份中，该投资组合中主要为伯克希尔·哈撒韦公司的股票（A类）。从1993年（买进时）开始，每年当股价稍高于其投资价值时便购进并继续持有该股，但是大多数年份的表现证明其价格一般高于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资价值。到目前为止，主要的例外是1996年，这一年股票的表现低于平均水平，因为该年初其价格已高到连沃伦·巴菲特都说："查理和我都不会买。"其价格在1997年和1998年表现优异，自从1996年以来，在基础资产价值没有发生相应上升的情况下，其股价却翻了两倍。因此，1999年可能其表现又会不佳。但这至少给我们的投资组合提供了一个摆脱对一家公司过于依赖的机会。1998年秋，占投资组合超过60%的伯克希尔公司股票卖出，所得的收益又重新投资于具有投资价值的股票。一股独大与重仓货币市场投资头寸并存，后者头寸一般占到投资组合的30%～40%。然而，该投资组合在1998年的收益率却比标准普尔500指数高5个百分点。这个结果实际上意味着其避过了主要的枪林弹雨，因为价值型投资者的表现弱于增长投资者和标准普尔500指数。(1997年的表现却失色得多，因为伯克希尔的高收益也不足以弥补货币市场投资重仓头寸的弱势。)

1998年底，为了1999年的表现，投资组合重新得到调整。因为每年的第四季度是预测明年股票市场表现的第一风向标，如果可能的话，也是在正式战斗打响之前调整投资组合的时机。作者从来都是价值型投资者，但是现在会在以价值投资哲学为核心的基础上作出一些调整。1999年新的投资组合包括：

- 菲林时装（Filene's Basement）。这只股票过去的价格是6美元每股，现在比2美元每股还低。另一只2美元每股的股票是摩根家居（Morgan Products），是家居产品的制造商。两只股票都在价值线公司的"低价股"一栏的底部。
- 英国钢铁（British Steel）。这只股票有12%的几乎不可战胜的股息收益率。现在钢铁价格在下降，但是当亚洲经济恢复时其价格可能会反弹。现有的盈利很少，也许不存在，但是该公司在景气的年份中每股美国存托凭证也能赚取5～6美元，平均来说每股存托凭证也能赚取超过2美元的盈利，这足以支付每股约1.75美元的股息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该公司每股存托凭证具有 20 美元的营运资金，减去负债后净营运资金为 13 美元，而我们的投资只有 15 美元。固定资产的账面价值是每股存托凭证 25 美元，实际价值可能是它的一半。但是投资者却能以每存托凭证 2 美元的价格大量购买其钢铁业务，相当于其营运资金或 4 亿美元（如果用市场估值来算的话）。

- 卡洛威高尔夫（Calloway Golf）。这是一颗陨落的增长明星，现在价格仅为 13 或 14 美元每股左右。其创建者伊莱·卡洛威对股票最近的表现很不满，并决定作出一些改变。（如果改变成功的话，该公司的潜在投资价值约为每股 20 美元。）
- 斯图亚特－斯蒂文森（Stewart and Stevenson）。价格为其账面价值的 2/3，股息收益率接近 4%。接近 17 美元的投资价值几乎是现有价格 9 美元每股的两倍，并且内部人员也在买进。
- 凯斯公司（Case Corporation）。德雷曼价值管理公司的前任经理约翰·多夫曼曾推荐过，但是却因为其大额的负债而推迟。但是价值线公司却认为该公司的负债仅仅只有 5 亿多美元（不是彭博社所认为的 13 亿美元），因为余下的部分可归入该公司的财务子公司。
- 容错电脑公司（Stratus Computer）。我们一般不喜欢科技股，并不是因为该行业的性质，而是因为我们不愿意为基本上是商品制造业的公司股票支付普遍过高的价格。但是该公司的股价为其账面价值，这个价格才是我们会支付的。该公司在 1998 年底被攀升通信公司（Ascend Communications）收购，风水轮流转，1999 年初攀升通信又被朗讯公司（Lucent）收购。由于并购会产生溢价，这两次收购使得原始投资翻了三倍。

我们的投资可分为三类：资产增值潜力股、高股息股以及高增长低价股。英国钢铁和斯图亚特－斯蒂文森属于资产增值和高股息类别，而凯斯公司基本上只属于资产增值潜力股，因为其股息很少。卡洛威高尔夫是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个高增长低价股公司。以后我们会有更多的高股息股票。

1999 年的实验

1999 年 1 月

- 兰德里海鲜饭店（Landry's Seafood Restaurants）。该选择是在它与鲁比餐厅（Luby's Cafeteria）的比较中进行的。在对饮食业不太了解的情况下，我们选择了兰德里。《商业周刊》中对兰德里的正面评价使我们这样选择并没有任何坏处。无论怎样，这两只股票都是价值投资的备选。
- 罗旺公司（Rowan Companies）。这是一家油田服务公司，其财务负债比率较小。根据我多年作为价值线公司石油行业分析师的经验，石油价格只可能上升。其他油田服务提供商包括（很久）以前的全球海事（Global Marine）和帕克钻井（Parker Drilling）的杠杆比率都太高，而传统的石油股票也太贵。
- 钛金属（Titanium Metals）。战略性金属供应商，其股价为账面价值的一半，2000 年后是绝对的题材股。
- 西雅图电影制片厂（Seattle Filmworks）。如果用激进的财务分析来判断，那么这家公司是有问题的，然而该公司的资产负债表却很好，其销售也增长迅速。研究其所有者的盈利就知道该公司的状况与报道的不同，有报道称该公司亏损。资本投资需求也适度，所以现金流大多是“真正的盈利”，足够使其股价迅速上升。

从投资清单上消失的是金宝贝（Gymboree）。1998 年底，其股价由 4 美元每股飞升至 9 美元每股。而现在的股价比其 7 美元每股的账面价值稍高。它不再符合资产增值型股票的标准，而应归类为高增长低价股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1999 年 2 月

该月中没有任何变动。

1999 年 3 月

我们买进了一些安博科－匹兹堡（Ampco-Pittsburgh）钢铁公司的股票，价格是每股 11 美元。其股息收益率为 4%，价格约为投资价值的一半。我们又买入了另一家钻井公司恩斯科（Ensco），价格为其账面价值的 1.5 倍。

1999 年 4 月

- 联合领域不动产（United Dominion Realty）。因为它的自由股票期权政策，一些投资者并不喜欢这只股票。但是其总回报的主要来源是 10% 的股息收益率。即使允许对其管理层作出部分变动，预计其总回报来自于资本增值的比率也只会是一半或更少。

沃伦·巴菲特喜欢投资房地产投资信托基金。当然，他实际上也会这样做。投资开始时我们就有差不多 10% 的股息收益在手，增长率也在 8% ~10% 之间，实际上已略微超过了整体的平均水平。由于市场存在对许多地区过度建设的担心，房地产股票被蒙上了一层阴影。过去房地产投资信托基金高于其净资产价值 30% 的溢价大部分都消失了。房地产投资信托基金典型的价格为调整后盈利的 10 倍，经常业务资金的 6 ~8 倍，经常业务资金是对现金流最接近的衡量。因此，计算起来每年的总回报几乎为 20%。

斯图亚特－斯蒂文森公司已找到新的首席执行官。他是通用电气的前首席执行官，他会过来可能只是因为竞争太激烈。（从某种意义上来说对每个人都是一样的，除非他名叫杰克·韦尔奇）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管采取的是谨慎的投资策略，有35%～40%的资金投入货币市场，但我们的账户4月份增长了13.5%，领先于标准普尔500不到9个百分点。对于牛市中基本是防御型的投资来说，这无疑是个好的结果。这点可从一个故事中看出。中国战国时代，齐国的田忌问孙膑怎样在三局两胜的赛马赌局中打败齐王。孙膑注意到田忌上等马与对方的上等马类似，中等马在速度上也差不多，而下等马则没有任何优势。于是，孙膑告诉田忌，用他的下等马对抗对方的上等马，输；再用他的上等马对抗对方的中等马，赢；最后用他的中等马对抗对方的下等马，赢。于是，田忌三局两胜而取胜。因此作者本人也预计自己的上等马和中等马会赢，而下等马会输。但是在作者于20世纪80年代用上等马大败市场的中等马后，1999年用下等马对抗时他甚至也没输。

我们卖掉摩根家居赚得将近70%的利润，而卖出康塞可（前一年持有的股票）却遭受了损失，本应该早点处理。该公司被金融服务开拓者公司收购，后者在20世纪90年代中期以账面价值的价格买进，这在第十六章提到过。

通过以30多美元每股左右的价格卖出凯斯公司的股票，我们的资产组合得到重新调整。该公司的股价接近于其投资价值，定价足够吸引理性投资者买进，但是它不再符合我们最严格的格雷厄姆和多德投资标准。就像它所表现的，卖出太早。因为在与一家荷兰公司纽荷兰（New Holland N. V.）的收购谈判中，其价格在继续上升。其收购价格为每股55美元，全部用现金支付，接近其投资价值的两倍，而其内在的收购价值应该在60～65美元每股之间。但是农业在一到两年的时间里很难得到恢复。在这个基础上，55美元每股的价格似乎是对其65美元每股的理论价格合理的折价，在一到两年内有利可图。

对于投资者来说，这是一场实战教学课。基于生产和销售的规模经济，投资者一年前以70美元每股的价格买进凯斯公司的股票，而现在“战略”买家只愿意支付55美元每股，当时这些投资者在干什么？投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三个季度都只支付美元而没有盈利便会陷入破产的境地。但经典案例是被推测为好公司的斯纳普（Snapple）。初始价格为每股 10 美元，股票分割后却一路攀升至每股 30 美元，其后又下降至 5 美元每股（这才是它的价值）。后来它又被应该是战略投资者的桂格燕麦（Quaker Oats）收购，价格是 14 美元每股，对于买价为 30 美元每股的投资者来说，这个价格仅为其买价成本的一半。有趣的是，以 14 美元每股达成这笔交易的总裁在一年多之后被逐出了桂格燕麦，原因是 14 美元每股的价格甚至对于一个“拥有充分信息”的战略投资者来说都太高。

我们用联合产品（Allied Products）替代了凯斯，这家公司生产农业和工业设备，账面价值为每股 5 美元，股价为每股 3 美元。他们的一个问题在于沉重的债务负担。

现在房地产投资信托基金是一个不太景气的领域，因此需要做的就是购买一篮子该行业股票。其中一个就是欧米茄医疗投资（Omega Healthcare），它专注于投资医院。第二个就是联合领域不动产，专注于投资购物中心。第三是太阳石酒店（Sunstone Hotel），《福布斯》杂志曾对它进行过专题报道。我们试过购买丹吉尔厂家直销卖场（Tanger Factory Outlet）（沃伦·巴菲特私人持有该股票），但是因股价上升太多而没成功。

我们卖出了英国钢铁头寸的一半，以减轻在钢铁行业上的仓位，用拉萨利（La Salle Re）替代了英国钢铁，这只股票被第三大道价值基金（Third Avenue Value Fund）推荐过。该公司注册于百慕大，这可能会导致联合管理问题。但是其他的大公司安达保险（Ace Limited）和泰盛有限（Excel Limited）的市盈率也很低。拉萨利每年支付 1.5 美元的股息，或股息收益率为 10%，尽管他们已有意向在 2000 年调整、削减或取消股息。账户在货币市场投资上的头寸比率已从 40% 减至 35%。

价值线公司的一张图启发我们将价值投资模型运用在道指上，结果出人意料。从 1950～1990 年，道指的估值差不多是其投资价值，20 世纪 70 年代中期处于低谷，在 1929 年 10 月却几乎被高估 100%。当时道指的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资价值约为 200 美元，但是市场的报价为 381 美元。

1999 年春，道指水平相当于调整过的投资价值，因为净资产收益率很高。因此艾伦·格林斯潘和沃伦·巴菲特都谨慎地认为，如果公司能够保持其高位的净资产收益率，那么这种高估值可能还会持续。如果仅仅因为第二十章所讲的世代模型，这种假定很可能不会成立。所谓的沉默一代中最优秀的两个人在这个问题上可能也会迟疑。但是现在经济和企业界在婴儿潮一代（有些是中层管理人员，而有些是最高层，如比尔·盖茨、史蒂文·乔布斯、斯科特·麦克尼利以及克林顿总统）的基本推动下迅速发展，股市也急剧膨胀。当未来一代在 5～10 年以后开始成为中坚力量时，对投资友好的社会思潮就没有现在这么盛行了。想象如艾利·麦克比尔（Ally McBeal，一个 28 岁、冷漠和神经质的电视剧演员）这样的人作为国家的管理者会对经济做些什么。

1999 年 6 月

说实话，我们非常不甘心以高于 6 美元每股的价格买进塔布公司（Tab Products）的股票，眼看着其价格在 5 美元每股左右徘徊，但就是没出手。两条新闻连续出现将其股价推高。首先是约瑟夫·哈罗什（Joseph Harrosh），一个著名的价值型投资者，购买了 5% 的股票份额。第二，一两天后公司卖掉了其主营业务部门，这会带来现金，充实它已经非常漂亮的资产负债表。

到向另一家公司出手的时间了。怀软公司（Viasoft）已经被观察了两个月，其价格现为 4.5 美元每股，最高为 60 美元每股。人们在其股价更高时早点卖出是正确。现在其账面价值为每股 5.5 美元，没有负债，营运资金约为每股 4 美元。似乎其主要的程序是 Y2K 软件，因此他们也在积极推广该软件。但是他们拥有熟练的开发人员和行业的特许经营权，无负债，最重要的是其拥有超过市场估值的资产。虽然作者尤其不喜欢科技股，但这并非因为科技本身令人讨厌，而是因为要为其股票付出高昂的价格，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且钢铁、铝业、化学行业都是昨天的“科技”行业而今天却变成了“周期性”行业，这个过程已充分被这个公司的历程所证实。如果一个软件公司的股票能以与金属折弯公司一样的批发价格获得，那么作者也会偏好科技股。

布莱尔公司（Blair Corporation）的股价也上升了不少。一两天后，谜底被揭开。约瑟夫·哈罗什这个著名的价值型投资者买进了该公司6%的股权。对我们来说介入已太迟。另一方面汉考克纺织（Hancock Fabrics）基本上是高股息股，其主业为纺织业，正经历着痛苦挣扎。因此，它适合成为危机时保值的投资主题。

1999 年 7 月

该组合中的许多投资都是在这个月通过交易员整体或部分购买的。

联合产品已声明主要的谈判正在进行。他们将以 1.2 亿美元的价格出售农业业务 80% 的股权。这几乎等于其短期负债的价值，这代表着“资本缩水”。与拥有两个高杠杆的业务部门不同，他们现在拥有一个自由支配、产权清晰的业务部门和另一个业务部门股权的 20%。在等价交易中农业部门剩下的 20% 的股权值 3 000 万美元。而 4 000 万 ~5 000 万美元的市场估值预示着工业部门的价值为 1 000 万 ~2 000 万美元，而实际上处理完公司的债务问题后，其工业部门可能值 1 亿美元或更多。从一方面看，我们以 10% ~20% 的成本得到其工业部门；而从另一方面看，由于农业部门的剩余部分估值，我们正以 30% 的成本得到该公司。

我们以 3 美元每股的价格适度增持了西雅图电影制片厂的股票。一旦该公司解决了分期还款问题，其基本盈利能力就能在市盈率为 10 ~12 倍时恢复到每股 25 ~30 美分的收益。但是其网络业务却毫无起色，尽管将来可能会发迹。

太阳石宣布将以每股 10.35 美元的价格通过杠杆收购的方式进行私有化。管理层正在以低廉的价格回购公司的股票，但是投资组合中的该公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票相对于其购买价格来说已有溢价。

鲁比餐厅是头寸增加的另一个公司。它是一家餐饮业公司，该行业不是我们最喜欢的，但是其股息收益率却大于5%。最终，罗旺公司和恩斯科两家公司的股票价格都涨到其账面价值的两倍，于是我们卖掉这两只股票，买进了更便宜的跨洋公司（Transocean），价格为其账面价值的1.5倍。股价为30美元每股，大约为罗旺和恩斯科股票价格总和的3/4。因此用1 000股第三种股票代替两种头寸都为500股的股票，虽然股票数目没变，但是却节约了5 000美元的现金。

朗讯公司的股价持续低迷，从80美元每股的最高点一路下降到现在的60多美元每股左右。部分原因是科技股一般波动剧烈。但是另一部分原因是该公司最为重要的部门经理卡莉·菲奥莉娜离开该公司，而去惠普公司任首席执行官。《财富》杂志提名她为1998年美国企业界最有权力的女人。这很奇怪，因为她没有位列朗讯权力最高层的5个执行官之一，这使得市场对于该公司或她有了不良的反应。

1999 年 8 月

吉布森贺卡公司（Gibson's Greetings）现在的市场价值为8 000万美元，从一年前几乎5亿美元的市场价值下降到现在这个水平。该公司几乎没有负债，但是在资产质量上问题不断。换种方式说，它就像一个生还者虽然还活着但却不时发生痉挛，这就是其股价巨幅波动的原因。避免这种情况的诀窍就是时刻保持头脑清醒，而不是像惊慌失措的投资者一样，无法判断行情是处于上升还是下降趋势。购买价格稍低于5美元每股，而其（已被减记过的）账面价值可能为15美元每股，净营运资金为每股7~8美元，其中有超过6美元都是由现金构成（假设从流动资产中减去流动负债）。其正常的盈利能力是每股约1.5美元，长期来看它不是增长型公司。基于这一点，其股价会回归到每股15~20美元的范围。根据以前的价格下跌反弹记录，这个过程可能需要约两年的时间，两年刚好是格雷厄姆等待

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间。潜在的收益比格雷厄姆型投资多50% ~100%，但是其安全和资产支撑与格雷厄姆型投资类似。

这家公司的历史很有趣。它在20世纪80年代初被威廉·西蒙（William Simon，前财政部长）及其合伙人以8 000万美元的价格通过杠杆收购的方式购买，而后又以2亿美元的价格卖出。难得的是西蒙和及合伙人每人只出资100万美元，其他的都靠借款，因此他们就在这笔交易上赚得了1.2亿美元。这两个合伙人买下这个基本良好的公司时，该公司正好处在一段艰难的时期。8 000万美元的股票很可能回到2亿美元甚至4亿美元。可惜的是，我们的账户不能够利用西蒙高杠杆的手法，但是我们很有希望享受到周期性上涨带来的收益。

金宝贝所处行业不错，生产儿童玩具。其最近的股价显示，它是一家周期性公司，但是资产负债表良好，因此周期性波动可能还会持续而不是终结。我们的购买价格在其账面价值附近，即使股价下跌我们也有很大的空间，因此我们希望持续的周期性波动会在向股价上升的趋势发展。

另一项投资是Salient 3 Communications公司，这是一家电子通信设备制造商。该公司没有显示出增长迹象，但是其股价对于其账面价值来说有一个非常大的折价，负债很少。

在我们买进怀软公司股票几个星期之后，市场中便有人有意收购怀软。提供的价格是每股9美元，现金支付，看起来似乎尚可但并不慷慨。虽然如此，我们还是认为大概几周内在这只股票上的投资就接近翻倍了。我们以每股8美元的价格抛售并作出改变，仅仅是为了增加我们账户中货币市场投资的头寸。

我们以每股61美元的价格抛售朗讯，因为在持有它的这段短暂的时期内，它只给我们带来了麻烦，并且我也不懂这只股票。我们拥有这只股票不是因为我们购买了它，而是因为连续的股票交换导致我们最后拥有了它（参照这章开始对容错电脑公司的讨论）。我们以每股11美元的价格卖出钛金属，以每股13.5美元的价格卖出斯图亚特－斯蒂文森头寸的一半。上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升势头迅猛的安博科－匹兹堡股价有近20%的增长，但已连续两个月在一个价格区间里徘徊不前。我们账户中货币市场投资的头寸已正式达到约37%，但是将在太阳石上的投资也看做货币市场投资的话，我们真正的头寸所占的比率更像是45%。

根据彭博社的分析，共同基金上个月（7月）的收益只有4%。在这种情况下，我们投资组合上个月1.8%的收益（主要来自怀软公司）相当不错，这可以通过比较其到目前为止的收益率看出。如果我们的投资组合是共同基金，其23.9%的收益率在彭博社排名的388只平衡基金中列第一位，很轻松就打败了其收益率为19%的“官方”第一名。这很可能是真正的评判标准，因为我们的投资组合中有30%～40%都是货币市场投资。但是即使与其他（大部分）股票型基金相比，它同样也在416只股票收入基金中排第三，在199只小资本基金中排第十，在534只中等规模基金中排第二十位。在所有的类别中，只有在自然资源基金中其排名在中游。这很合理，因为自然资源（以及资本商品生产商）基本上是本年度迄今为止最热门的投资领域，而我们的投资组合却并不专注于投资自然资源。虽然如此，其他的数据显示出摆正投资概念的重要性，就像在英国钢铁、油田服务公司及其他投资一样。

萨费科（Safeco）是一家财产灾害保险公司，股息收益率为4%，看起来值得投资，但是其价格并没有比其投资价值折价很多。

1999年9月

我们以27美元每股的价格买入一些萨费科公司的股票，股息收益率超过5%。弗里蒙特通用公司（Fremont General）股价从20多美元每股左右下降到8美元每股，这两只股票都被归入高增长低价股，虽然每一只都可以被视做资产增值潜力股。由于超过5%的股息收益率，萨费科也够格被称为高股息股。我们卖出了拉萨利公司的股票。该公司刚取消了股息的发放。然而它在持有期间保存了其价值，这一点比其他两只股票表现要好，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其功能可被视为价值“避风港”。自然，我们如果不持有它而持有货币市场投资可能会做得更好，但这是资产组合管理的强制要求。同时市场的平均指数（标准普尔）却回吐了其大部分上升点数，前9个月仅仅增长了不到4个百分点。而我们的投资组合同时却上涨了将近20%，领先市场15个百分点还多。迄今为止，该实验取得了巨大的成功。

1999年10月

这个月投资组合没有大的变动。主要的变动在几个重要的指数，由于技术股强烈爆发，带动标准普尔500强劲反弹。财富的逆转都只在瞬息之间！本年度我们仍然领先于指数，但是领先优势只有9月底的一半。

1999年11月

投资组合继续其上升趋势。我们卖出了鲁比餐厅，损失达20%。用埃内斯库公司（Enesco）股票替代，这是一家礼品生产商，其股价已从高点的25美元每股跌落至13美元每股，现在其股息收益率更高，资产负债表也更漂亮，几乎没有负债。该公司已连续多年回购其股票。卖出了联合领域不动产，刚好收支平衡，并且用新计划不动产公司（New Plan Realty）股票进行替代，它现在的股息收益与联合领域不动产的相当，而以前却低一些。抛售了低增长的塔布公司，稍微亏损，用马可斯办公（Office Max）替代它，这是一只高增长低价股，其售价低于其账面价值。

我们买进了西部资源（Western Resources），这是一家公用事业公司，股息收益率超过9%。由于行事贪婪以及股息发放备受压力，管理层受到质疑。但是20美元出头每股的价格低于其账面价值28美元每股，假设整个取消发放股息，这给其投资价值提供了一个更低的边界。如果股息削减50%，那么其价值约为40美元每股。若股息保留，则投资价值变为50美元每股。

钛金属的价格约为6美元每股，而我们的卖出价格每股仅不到11美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元。这有利于理清交易的价值，即使对于格雷厄姆和多德型投资组合来说这个交易频率也过于频繁。值得注意的是，资产组合中缺乏能长期持有的“长青”股票，组合的建立都只是基于一次性达50%～100%的盈利（在这个例子中是避免损失）。

象征性地买进一些菲利普·莫里斯公司的股票，价格稍低于24美元每股，主要是为了向其他价值型投资者表明态度，即我们的账户由于道德原因不再青睐于烟草公司股票，并且还有诉讼风险。如果不考虑诉讼风险，该股的价值能达到60美元每股左右。运用简单的投资假设，原告律师会将股东拥有的公司价值一分为二，诉讼后留下约每股30美元的价值。在这个基础上，股价为20美元出头每股，看起来也很便宜。

另外一次收购发生了，这次是吉布森贺卡公司。我们将比例增加了25%，价格比10.25美元的收购价要便宜10%，使这次投资成为一次有风险的套利行为。

1999年12月

这是一个收获的月份。首先给出一个概念。我们对购买价格为投资价值一半股票的偏好是一个严格的纪律，但是这个必要条件并不足以给本年投资带来相对的成功。这是因为经过认真选择的价格为其投资价值一半的股票应该有一个预期的总回报，为增长率和股息收益率的综合，约为12%，而这只不过是一般股票所能带来的回报率。无论如何，这个回报也不必全部或主要来自于股价的增长。例如英国钢铁的股息收益率为11%，预期增长率为2%，当其价格为投资价值的一半（或更少）时符合我们的要求。萨费科（股价跌至24美元每股）也是一样，增长率为9%，股息收益率为6%。增长率为6%（比平均水平稍低）、股息收益率为3%并且售价为投资价值的股票不符合进入我们投资组合的要求。但是如果其价格减半，原有的3%的股息收益率就变成6%，于是就符合我们关于其回报和价值的要求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前景没有这么乐观的股票，其预期总回报就大大低于12%这个数字了。对于预期增长率为4%、价格为14美元每股时股息收益率为4%的布莱尔公司股票，即使其价格为投资价值的一半，它也不是便宜货。（如果价格为投资价值的1/3，则看起来更具有投资价值，因为这使其股息收益率变为6%，总收益为10%，而被收购的可能性增加的吸引力弥补了其收益率不足12%的缺陷。）

汉考克纺织削减了75%的股息。它打算用这笔积蓄回购股票，其价格低于账面价值，而不管其投资价值（已减少）如何，事实证明这是明智的行为。不明智的是在没有充分考虑股息削减的可能性时盲目地以（稍）高于账面价值和高于投资价值一半的价格购买股票。买入价格为每股5美元左右，比其现在的投资价值稍低。对于一个处于竞争激烈行业中困难重重的公司来说，这个价格太高。

西雅图电影制片厂的账面价值被减记一半，尽管其股价仍然顽强地在3美元每股左右徘徊。令人感兴趣的是其网络营销，这就是持有而不卖出的原因。坏消息是其资产质量问题比原来想象的还要糟糕，这基本上使它不符合格雷厄姆和多德型投资的要求，于是不再买进。

我们的投资组合失去了11月底对标准普尔500的领先优势。一个原因是，12月我们的投资组合在绝对收益上相对表现不尽如人意，但是更重要的因素在于纳斯达克井喷似的增长。这个以高科技股为主导的指数在1999年第四季度增长了48%，全年的增长率达到84%。它对标准普尔500指数也有溢出效应，标准普尔500指数到本年末为止科技股也占到了超过1/3的比重。结果就是标准普尔500的全年总回报从第三季度的不到4%突升至20%以上。如果我们要锁定这个相对优势（以我们的大幅度领先开始），那么我们的投资组合在第四季度应该进行指数化配置。但是主要指数一个季度的爆发很可能可遇而不可求。

然而我们全年将近16%的回报大约比其他的普通价值型投资者要高出10个百分点。它的回报也比标准普尔中盘股指数高出5个百分点左右。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个结果是在货币市场投资头寸平均占有比重为40%的情况下取得的，而这种比重使得这年的收益低于应该能达到的收益，但是这对将来会有好处。如果我们的账户全部投资于股票，跑赢标准普尔500指数绝没有问题。在与其他的平衡基金相比时，这个结果相当不错，尽管与包括投资于科技股的增长型基金在内的全部基金相比时逊色不少。逐月的收益表现结果总结在如下的表17.1中：

表17.1　1999年个人退休账户与标准普尔500的业绩对比

月份	个人退休账户	标准普尔*	差额
1月	3.30%	2.00%	1.30%
2月	-0.40%	0.70%	-1.10%
3月	0.50%	4.70%	-4.20%
4月	13.60%	8.60%	5.00%
5月	13.50%	5.90%	7.60%
6月	21.70%	11.70%	10.00%
7月	23.90%	16.10%	7.80%
8月	20.00%	7.40%	12.60%
9月	20.30%	3.80%	16.50%
10月	18.40%	10.90%	7.50%
11月	18.10%	13.00%	5.10%
12月	1.5.90%	19.50%	-3.60%

* 只有价格升值。标准普尔全年的总回报率是21.0%。

资料来源：嘉信理财。

后续分析

资产组合投资的大部分公司都在1999年后被收购了。我们以每股10.1美元的价格买进Comp USA，这个价格比其成本高50%。收购者是墨西哥的一个综合业务集团卡索集团（Grupo Carso），这个名字来自墨西哥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的沃伦·巴菲特——卡洛斯·斯利姆（Carlos Slim）以及他的妻子索拉雅（Soraya）。对卡索来说这更像是偷窃，因为收购价格很快就计算为每股15～20美元。当然像巴菲特一样，斯利姆通过用50～60美分的价格购买1美元的办法使自己成为墨西哥的首富。虽然如此，我们还是很感谢这位精明的投资者让我们的投资如此快地变现。但是Comp USA后来被斯利姆先生证明为一项失败的投资。我们也随斯利姆跟进投资一家美国的办公用品公司马可斯办公，虽然我们于2002年赚取小利，但太早抛售这只股票，没有享受到博益智·卡斯卡德公司于2003年的收购行动带来的收益，这样的话，我们本可以使初始投资翻倍。

汉考克纺织公司的股价在其被抛售后接下来的两年中迅速飙升至接近20美元每股。格雷厄姆曾在《证券分析》一书中提到棉纺股票在20世纪20年代表现弱于市场，但在20世纪30年代的大危机中表现却相对不错。这句话值得关注。同样在市场崩溃后，这只股票于2000年表现强于市场，提前3年达到其2003年的预定目标。

金宝贝的头寸在2000年1月增加到了原有的两倍，购买价格为每股2.625美元。2000年12月我们以10美元以上的价格抛售。这只股票是该年投资组合增长的两大引擎之一。尽管有一些波动，该公司还是在2000年初成功实现了转变。

投资组合在2000年3月10日又重新买进了伯克希尔·哈撒韦，头寸为原有的一半。当纳斯达克达到其顶峰5 000点以上时，这只股票失宠了，这一天它的价格为两年来的低点。伯克希尔继续与纳斯达克反向而行，其股价在纳斯达克崩溃后开始复苏。2001年初，我们以比7万美元每股稍低的价格卖出，因为它已经超过了我们估计的比6万美元每股稍低的投资价值。其后两年，这只股票的价格仍然在这个卖出价格附近波动。

纽荷兰公司在收购凯斯公司后陷入了财务困境，证明即使55美元每股的收购价格都太高，也同时验证了在达到投资价值时必须卖掉周期性股票的规律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

萨费科公司后来被证实为令人失望的投资。它的问题以及其所在行业的问题是长期的而不是暂时的，并且该公司两次削减股息。自然其增长率会低于预期，而唯一令人欣慰的是其相对于资产价值来说便宜的价格，这使得我们的损失有限。

卓越通信决定廉价出售其资产清算公司，这非常明智。2000 年初每股分派了 12 美元，而其购买成本为每股 8 美元，并且三年后还在分派清算股息。

"永久性"的劣等投资莫过于联合产品，它毫无能力解决自身的问题，甚至在廉价出售资产后也无能为力，因为高昂的资本投资需求，其后申请破产，股东什么也没得到。该股的大部分头寸都以遭受损失的价格被抛售，但是仍然留下了一部分"以观后续"。

斯图亚特－斯蒂文森实现了其诺言，在新任首席执行官的治理下股价上涨到低点的 3 倍。我们抛售得太早，对该公司前景的分析信心不足。

2000 年初，我们以每股 7 美元的价格卖出了西雅图电影制片厂的股票，比买进价格的两倍还多，这就跟一般的科技股特别是网络股一样，犯了流行的癫狂症，在短期内实现了最美好的愿望。但是这种行业模范的基础性弱点没有改变，其股价在卖出后不久就崩溃了。这是一个在错误的基础上决策却赢得了好结果的例子。

当埃内斯库的股价下跌到只有个位数时，我们仍然在买进。当公司决定取消股息发放时，其最低的价格只比 4 美元每股稍高，是其账面价值的一半。2002 年，我们以接近 9 美元每股的价格抛售该股，相对于其平均价格，我们赚得少量利润。

在多饭店模式正常运转后，兰德里饭店的股价在接下来的几年中迅速飙升。该股在 7 月被卖出，以便为购买鲁比餐厅的股票腾出资金。它也开始在 2000 年派发股息，这与鲁比形成了鲜明的对比，因为后者取消了股息发放，这说明发放股息通常是好公司和好股票运行的结果，而不是其原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西部资源（现在的西部能源，Westar Energy）由于在电力行业以外的收购失败，其股价随后跌至10美元每股，2000年初我们曾经以接近20美元左右每股的价格卖出该股，几年后其股价又恢复到这个价位，股息也被削减了。同时值得注意的是，一些前首席执行官被指控进行银行欺诈以及进行与公司利益相悖的交易。

2000年的回报率是19%，比标准普尔500高出29个百分点。避开科技股是主要原因，另外一个重要的原因是指数中非技术股的强劲表现（上涨13%），虽然我们账户的回报率也比其“真正”同类别的收益率高出近6个百分点。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





第六部分
一些当代话题

◎ 第十八章　道琼斯指数的历史观察 / 310
◎ 第十九章　对信用过度的忧虑 / 331
◎ 第二十章　美国股市的世代轮回 / 346



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章

道琼斯指数的历史观察

长期以来，道琼斯指数都以股票市场“代理人”的身份而存在，因此如果我们能深入研究一下组成道琼斯指数的各企业的情况会获益良多。毕竟我们需要了解我们想要打败的这个对手。其实，道琼斯是一个人造的东西，它来自一系列财务报告，这些财务报告由《华尔街日报》的高级财经记者负责完成，而《华尔街日报》的母公司正是道琼斯公司。道琼斯工业成分股各自所占的权重也是人为设定的，不是根据市场规模或者其他因素，而是根据其股价。因此，如果它们中的一家公司有拆股的动作，就会影响到自身所占的权重。

道琼斯指数公司

总体来说，构成道指的公司都是关键行业的领头羊，通常都是行业的第一或第二名。如果其中某公司长期没有满足一个或其他几个标准，则很可能会被剔除出道指的名单。目前道指有如下一些公司：

- 美国铝业　该公司因为在 20 世纪 40 年代对战争的贡献而获得了市场地位。战后发展很快，在其他一些公司（如美国制罐公司、美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钢铁公司和美国熔炼公司）丧失了市场领导地位的年代，美国铝业一直保持着行业领先地位。它目前的主要产品包括铝的中间件和铝制品。

- 奥驰亚（前身是菲利普·莫里斯公司） 烟草业是非常有利可图的行业，20 年前，菲利普·莫里斯收购了前道指公司——通用食品、卡夫食品和米勒酿造公司（后两家公司最近又独立出来了）。菲利普·莫里斯被反烟草法重创，但在将来一段时期内仍然是一家值得关注的公司。
- 美国运通 其美国运通旅行支票闻名全球，这在 19 世纪末是一个划时代的重要发明。1958 年，该公司通过发行信用卡而获得了火箭般的发展速度。后来的许多年，它发现自己很难聚焦于某一种产品，因而进行了很多新产品的实验，而这些实验都不成功，比如在保险、国际银行业务和交易所管理业务方面等。它在过去和现在都是巴菲特持有的股票。
- AT&T 也被称为母贝尔公司（Ma - Bell），得益于电话时代，它获得了领先的市场地位，但如今它的长途电话业务的垄断地位已经受到挑战，而地区业务也在 1984 年分解为很多小贝尔电话公司（Baby Bells）。它的“继子公司”（stepchildren）包括朗讯科技、安迅信息（NCR）。总的来说，目前这个庞大家族在股市中是一股重要力量，而 AT&T 本身成为其曾经的庞大帝国的影子。
- 波音公司 世界最大的飞机公司。和美国铝业一样，波音公司因为“二战”中空中力量在盟军取胜中的重要作用而获得大发展，战后商用运输的地位上升，使得空运成为个人运输和货物运输的主要交通方式，波音公司因而受惠。
- 卡特彼勒 它是农业设备的主要供货商，将约翰迪尔（John - Deere）和国际收割机公司（International Havester，一家前道指公司）甩在后面。它为终端市场提供那些看起来必不可少的东西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（就像人们一定要吃饭一样），也是全世界最大的建筑机械设备制造商。

- 花旗集团　由花旗集团和美国制罐公司后来合并而成。关于花旗集团，本书中已有介绍，这里引起我们兴趣的是其与美国制罐公司的联系。在前华尔街歹徒——曼哈顿基金的蔡志勇（Gerry Tsai）的主导下，它从多元化进入金融领域，改名 Primerica，而后开始剥离其产业资产，这个过程在它被商业信贷（Commerical Credit）公司收购后完成，收购后沿用原来的名称。后来 Primerica 收购了旅行者集团，重新命名为花旗集团。旅行者集团在收购了美邦经纪公司（Smith Barney）后，其经营范围扩大到证券经纪、投资金融服务领域，后来又收购了所罗门兄弟公司。花旗集团后来又剥离了旅行者（保险）公司。
- 可口可乐　全球最大的饮料公司，成立于 19 世纪末期，目前是全球软饮料的领导者。可口可乐不像规模小得多的竞争对手百事可乐公司，可口可乐公司也曾经在 20 世纪 70 年代尝试过一些多元化的举措，但是事实证明，它随后的兴旺发展主要得益于对核心业务的坚持。
- 沃尔特·迪士尼　如果你将卡通形象和好莱坞放到一起，你就得到了迪士尼。虽然其卡通形象还在，但是如今的沃尔特·迪士尼公司是全球主要的传媒集团。它后来走多元化道路，发展到足够大以至于可以收购大都会公司——ABC 电视网的母公司，作为它自己出产的内容的发布渠道。巴菲特在当时的并购融资中起到了重要作用，可能还是其背后的关键角色。在 20 世纪 60 年代和 70 年代的任何时候，迪士尼、大都会公司和 ABC 都是巴菲特的投资目标。可口可乐、麦当劳和沃尔特·迪士尼是美国的三个象征。
- 杜邦　19 世纪初由杜邦兄弟创立，生产火药。1940 年，开始生产尼龙，以替代丝袜中的丝织物，并进行大规模生产。现在，杜邦是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家多元化学公司。

- 柯达　它是影像制品方面的世界先驱。它曾经想将其影响优势延伸到健康护理领域，但只取得了部分成功。在 20 世纪 90 年代早期，该公司碰到了财务问题，当时它任命了一位新的首席财务官克里斯托弗·斯蒂芬，而他被市场称为“20 亿美元先生”，因为对于他的任命给公司增加了 20 亿美元的市值，而随着他的离去，这 20 亿美元市值也灰飞烟灭。目前的问题使其在道指中的地位岌岌可危。
- 埃克森美孚石油　世界第一大石油公司。它植根于洛克菲勒家族的庞大产业——新泽西的标准石油公司，并于 1998 年与美孚石油公司（纽约）合并，目前它在世界各地都有业务。它保持着石油行业的领导者地位，而石油行业是一个关键行业。
- 通用电气　这家公司的历史可以追溯到 19 世纪，而它也是道指当时 12 家公司中硕果仅存者。它刚开始时专注于电气设备的生产，而目前是一家多元化公司。它的营业范围很广，包括电视网全国广播公司（NBC）和通用电气金融服务公司。它这样做的结果是将最接近的竞争对手 CBS（前身是西屋电气）甩到身后。这家公司在可预见的未来几乎可以肯定留在道指中。
- 通用汽车　曾经是美国工业的领头羊，著名口号“对通用汽车好就是对美国好”的诞生地。而今作为美国汽车工业的领导者，它比固特异轮胎历史更悠久，也是美国工业大发展时期受人尊敬的企业代表。
- 惠普　由大卫·帕卡德与比尔·休利特于 1936 年共同创立。惠普公司经过几十年的发展，成为生产计算机与电子产品的国际性大公司。它刚开始的时候专注于电子产品（比如计算器）的生产，现在它是一家著名的商用与家用计算和图像设备全球供应商。2002 年，惠普与比它年轻得多的公司康柏合并。
- 家得宝　是家庭装修工业的零售商，通过创新的“DIY”概念吸引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费者，它独特的店面布局和商业模式都使其久负盛名。它提供装备与装修的产品及服务。它被称为“品类杀手”。从1979年创办至今，其取得成功的速度可以和微软相比。

- 霍尼韦尔　核心部分由以前的两家道指公司（联合化学公司和联合信号公司）合并而成，随后将业务定位于汽车部件、防务用品和特殊化学品，而剥离了其他业务。1999年并购霍尼韦尔公司后获得了很大的发展，并且采用了被收购者的品牌名称。同时，它关闭了很多化学方面的业务，比如尼龙。
- 英特尔　戈登·摩尔是它的创办人，因此它也是摩尔定律（改进的芯片可以将计算机的计算能力每过18个月便提高一倍）的实践者。它是世界最大的芯片制造商，在业务上采用了李维斯牛仔的商业哲学——将衣服和工具卖给淘金工人。它得益于计算机行业整体的大发展，而不用理会一两家公司的经营成败。这种思路使得它如今是市值最接近微软和通用电气的公司。
- IBM　仍然是计算机硬件市场的领导者，但是它错过了与微软结盟共同开发操作系统和其他软件的时机，当时微软还非常弱小。1995年，IBM通过并购莲花软件公司力图赶超上来，但是只获得了部分成功。不过，IBM仍然在电脑硬件领域和一些软件开发领域居于领先地位，它还进入了管理咨询市场。
- 国际纸业　它是重工业时代的遗留物。它目前在行业居于领先地位，但是可能会步国际收割机公司和国际镍业公司的后尘，这两家公司后来都被道指剔除了。
- 摩根大通　它名称的一部分以其创办者的名字命名，长期以来它都是银行业务的代名词。它参与了众多的并购活动，其中包括一些竞争对手的合并，比如Primerica、旅行者集团、所罗门兄弟和花旗集团。这些并购活动使得原来的公司放弃独立性而加入到集团中。但是摩根银行在高端市场中一直居于领先地位，在那些财富集中于少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数人手中的新兴市场中很活跃。

- 强生　由约翰逊兄弟创办于 20 世纪初期，是一家医疗产品公司，它有一个药品分支 Ethicon，但是其主要着力方向还是医院产品的供应。随着人们寿命的延长，老年人对保健的需求日益增加，这家公司应该在 21 世纪有一个好的发展。
- 麦当劳　全球最大的快餐连锁品牌。其金色拱门是美国象征，在国外更是象征着美国。它于 20 世纪中期有由麦克唐纳兄弟创办，并在第一任主席雷·克罗克的带领下走向商业化。它运用美国制造业的原则“大规模生产”而建立了一个巨大的网络。麦当劳有成为下一个可口可乐的潜力，实际上目前麦当劳就是可口可乐最大的服务提供商。
- 默克制药　美国主要药厂，成立于 20 世纪中叶，目前在医药行业居于领先地位，因为它在研发方面的投入比其他任何企业都多。它有时候在某些新药上逊色于对手（比如辉瑞的“伟哥”），或者在某些非医药方面的企业运作手法上被竞争对手甩下一大截，但事实证明，默克公司是一个有耐力的长跑选手。
- 微软　全球最大市值的企业，其三个创办人也跻身全球最富有的人之列，其巨额财富的积累在一代人中就完成了。公司专注于软件，而软件是现代重要发明——电脑背后的驱动力量。
- 3M　全称为明尼苏达矿业与制造公司（The Minnesota Mining and Manufacturing Company），它最初的黏合剂等化学产品使得公司占尽先机，后来公司更多地转向信息科技和生命科学。从公司整体来看，它只能说获得了中等程度的成功，但是其优势累积起来却是一家有潜力的公司。
- 宝洁　创办于 19 世纪中叶，目前是全球家居卫生用品第一大制造商。在某种程度上，它已经成为某些家居卫生产品的代名词。它的另一声望来自其有力的市场营销架构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- SBC 产生于当初两家“小贝尔”公司西南贝尔公司（Southwest Bell）和太平洋电信公司（Pacific Telesis）的合并。它在成长极快的国内电话市场占据领先的市场地位，后来，公司收购了中西部公司美瑞泰克（Ameritech）。它比包括 AT&T 在内的其他美国电信公司都走得更远，在墨西哥电信公司拥有控股权。
- 联合科技 前身是联合飞机公司，原来的业务范围是飞机制造，后来渐渐转向家庭用品和建筑设备的生产，比如加热器、通风设备、空调和电梯。
- 沃尔玛 全世界最大的零售商，由山姆·沃顿创办，经营哲学是“天天低价”并同时提供优质服务。得益于信息科技给零售业带来的巨大规模效应，它跨越了其竞争对手（伍尔沃斯百货和西尔斯百货）的发展阶段，从而超越了它们。虽然其高增长时期已经过去，但是因为规模庞大，因此它在低端零售市场还是会执牛耳。

道指的变脸

股票市场是未来的镜子，这我们都知道，也认可。但我们同样应该知道：股票市场也是刚刚过去的一段时间的反映。不幸的是，主宰我们大多数投资决策的正是这刚刚过去的一段时间，而不是未来。

我们应该知道：当今的道指已经与格雷厄姆和多德研究它的时候大相径庭了。1973 年，格雷厄姆写了《聪明的投资者》（*The Intelligent Investor*），在书中他对比了不同上市公司的情况（见表 18.1）。从他那个时候到现在，道指成分股的情况发生了很大的变化，最初的道指公司中，只有通用电气留到了现在。而其中从 20 世纪以来一直稳居道指成分股的除了通用电气，还有杜邦、柯达、通用汽车、国际纸业和宝洁。埃克森美孚石油是新泽西标准石油公司的新名称。霍尼韦尔的前身是另外两家道指公司——联合化学公司和联合信号公司，联合科技集团是联合飞机公司的继任者。美国品牌被更大、更多元化的奥驰亚集团（前身是菲利普·莫利斯公司）所替

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代，后者还兼并了通用食品。美国制罐公司的原型已经变得模糊不清，经过好几次变迁，它已经成为花旗集团的一部分。美国钢铁、伯利恒钢铁和国际镍业都已经退出道指。顶替它们位置的是：消费品品牌，如可口可乐、迪士尼和麦当劳；金融品牌，如美国运通和摩根大通；健康品牌，如强生和默克。

道指中其他的一些公司则没有挺过艰难时世，克莱斯勒公司被德国的戴姆勒所收购而离开了美国；佳斯迈威公司因石棉诉讼案而破产；国际收割机公司改名为航星（Navistar），后来被迫重组；因为铀合约导致的财务问题，西屋电气收缩了金融业务，随后收购了 CBS，以为它的广播业务找一个合作伙伴，在这场“婚姻”中使用了其合作伙伴的名字。甚至在资本商品领域，波音、卡特彼勒、惠普、IBM、3M 公司也被认为是更“现代”的公司。

美国工业已经空洞化，其中美国钢铁和安纳康达铜业公司（Anaconda Copper）等周期性企业受影响最大。它们的这种命运当然是不能提前预计到的，我们也不能过于责备投资者没有考虑到这些因素。本杰明·格雷厄姆和大卫·多德很早以前就说过：投资者之所以进行投资是因为他认真思考过所投资公司的资产、收益和股息的情况，认为它们将上升，而作出购买决策；而投机者之所以投资，是因为他预计所投资的股票的价格会上升从而赚取差价。有时候，市场上的投资产品定价远远高于其内在价值，在 20 世纪 90 年代末期，道指股票的定价就比其应有价格高许多（用账面价值加上 10 倍股息的公式计算得出，见表 18.2 和表 18.3）。通过对比我们发现，很多投资者之所以购买这些股票，是将来期望发生一些机会从而改善公司状况。而实际情况是，如果投资者对于自己所想购买的股票作一些定量的可行性分析（正如 1973 年对很多“旧经济”下的股票所作的分析一样），他们就可以用随后发生的事情证明自己当初的期望是对是错；而如果这些投资标的物本来就不符合其定量测试，你还购买，那么你就只能等待用鼓吹来证明对错了。1926～2000 年道琼斯平均指数与投资价值的对比见图 18.1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 18.1 1971 年道琼斯成分股的价格与投资价值对比 （单位：美元）

股票	价格	账面价值	股息	投资价值	价格/投资价值
美国铝业	45.5	55.01	1.80	73.01	62.3%
美国品牌	43.5	13.46	2.10	34.46	126.2%
美国制罐	33.25	49.01	2.20	71.01	46.8%
AT&T	43	45.47	2.60	71.47	60.2%
安纳康达铜业	15	54.28	0.00	54.28	27.6%
伯利恒钢铁	25.5	44.62	1.20	56.62	45.0%
CBS	96.5	33.67	1.80	51.67	186.8%
雪佛兰	56	54.79	2.80	82.79	67.6%
戴姆勒－克莱斯勒	28.5	42.4	0.60	48.40	58.9%
杜邦	154	55.22	5.00	105.22	146.4%
柯达	87	13.7	1.32	26.90	323.4%
埃克森美孚	72	48.95	3.90	87.95	81.9%
通用电气	61.5	14.92	1.40	28.92	212.7%
通用食品	34	14.13	1.40	28.13	120.9%
通用汽车	83	33.39	3.40	67.39	123.2%
固特异	33.5	18.49	0.85	26.99	124.1%
霍尼韦尔	32.5	26.02	1.20	38.02	85.5%
国际镍业	31	14.53	1.00	24.53	126.4%
国际纸业	33	23.68	1.50	38.68	85.3%
佳斯迈威	39	24.51	1.20	36.51	106.8%
航星	52	42.06	1.40	56.06	92.8%
欧文斯	52	43.75	1.35	57.25	90.8%
宝洁	71	15.41	1.50	30.41	233.5%
西尔斯	68.5	23.97	1.55	39.47	173.5%
斯威夫特	42	26.74	0.70	33.74	124.5%
德士古	32	23.06	1.60	39.06	81.9%
联合碳化物	43.5	29.64	2.00	49.64	87.6%
美国钢铁	29.5	65.54	1.60	81.54	36.2%
联合技术	30.5	47	1.80	65.00	46.9%
伍尔沃斯	49	25.47	1.20	37.47	130.8%

资料来源：本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》，以及作者的计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 18.2 1999 年道琼斯成分股的价格与投资价值对比 （单位：美元）

股 票	价格	账面价值	股息	投资价值	价格/投资价值
奥驰亚	23	6.54	1.84	24.94	92.2%
美国铝业	41.5	8.50	1.41	22.60	183.6%
美国运通	54.2	7.53	0.30	10.53	514.7%
AT&T	39.46	24.69	0.88	33.49	117.8%
波音	41.44	12.80	0.56	18.40	225.2%
卡特彼勒	47.06	15.38	1.25	27.88	168.8%
花旗	38.95	10.64	0.41	14.74	264.2%
可口可乐	58.25	3.85	0.64	10.25	568.3%
迪士尼	29.25	10.16	0.20	12.16	240.5%
杜邦	65.88	12.39	1.40	26.39	249.6%
柯达	66.25	12.60	1.76	30.20	219.4%
埃克森美孚	40.28	18.25	1.67	34.95	115.3%
通用电气	51.58	4.32	0.49	9.22	559.4%
通用汽车	72.69	33.33	2.00	53.33	136.3%
惠普	44.38	18.21	0.64	24.61	180.3%
家得宝	68.75	5.36	0.11	6.46	1 064.2%
霍尼韦尔	57.69	10.81	0.68	17.61	327.6%
英特尔	41.16	4.88	0.05	5.38	765.1%
IBM	107.88	11.23	0.47	15.93	677.2%
国际纸业	56.44	24.85	1.00	34.85	162.0%
强生	46.63	11.67	1.09	22.57	206.6%
摩根大通	51.79	65.20	3.97	104.90	49.4%
麦当劳	40.31	7.14	0.20	9.14	441.0%
默克制药	67.19	5.69	1.10	16.69	402.6%
微软	116.75	5.37	0.00	5.37	2 174.1%
3M	98.88	15.77	2.24	38.17	259.1%
宝洁	108.72	7.79	1.14	19.19	566.5%
SBC	48.75	7.87	0.97	17.57	277.5%
联合技术	65	14.24	0.76	21.84	297.6%
沃尔玛	69.13	5.80	0.19	7.70	897.8%

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 18.3 道琼斯指数相对其投资价值的溢价率和折价率

年份	道琼斯指数	投资价值	溢/折价率
1926	157	130	20.8%
1927	241	138	74.6%
1928	300	182	64.8%
1929	248	219	13.2%
1930	165	202	-18.3%
1931	78	171	-54.4%
1932	60	82	-26.8%
1933	100	114	-12.3%
1934	104	112	-7.1%
1935	144	129	11.6%
1936	180	156	15.4%
1937	121	176	-31.3%
1938	155	137	13.1%
1939	150	157	-4.5%
1940	131	170	-22.9%
1941	111	179	-38.0%
1942	119	171	-30.4%
1943	136	176	-22.7%
1944	152	184	-17.4%
1945	193	190	1.6%
1946	177	206	-14.1%
1947	181	241	-24.9%
1948	177	275	-35.6%
1949	200	298	-32.9%
1950	235	355	-33.8%
1951	246	365	-32.6%
1952	292	367	-20.4%
1953	280	405	-30.9%
1954	404	424	-4.7%
1955	488	488	0.0%
1956	499	515	-3.1%
1957	436	515	-15.3%
1958	584	511	14.3%
1959	679	546	24.4%
1960	616	584	5.5%
1961	731	612	19.4%
1962	652	634	2.8%
1963	763	660	15.6%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年份	道琼斯指数	投资价值	溢/折价率
1964	874	729	19.9%
1965	969	740	30.9%
1966	786	796	-1.3%
1967	905	779	16.2%
1968	944	814	16.0%
1969	800	881	-9.2%
1970	839	988	-15.1%
1971	890	916	-2.8%
1972	1 020	966	5.6%
1973	851	1 043	-18.4%
1974	616	1 118	-44.9%
1975	869	1 159	-25.0%
1976	1 005	1 212	-17.1%
1977	831	1 299	-36.0%
1978	805	1 376	-41.5%
1979	839	1 369	-38.7%
1980	965	1 472	-34.4%
1981	875	1 538	-43.1%
1982	1 047	1 423	-26.4%
1983	1 259	1 451	-13.2%
1984	1 212	1 522	-20.4%
1985	1 547	1 565	-1.2%
1986	1 896	1 657	14.4%
1987	1 939	1 729	12.1%
1988	2 167	1 880	15.3%
1989	2 753	2 306	19.4%
1990	2 633	2 363	11.4%
1991	3 168	2 229	42.1%
1992	3 301	2 206	49.6%
1993	3 754	2 127	76.5%
1994	3 834	2 406	59.4%
1995	5 117	2 533	102.0%
1996	6 448	2 725	136.6%
1997	7 908	2 970	166.3%
1998	9 181	3 283	179.7%
1999	11 497	3 413	236.9%
2000	10 787	3 036	255.3%

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

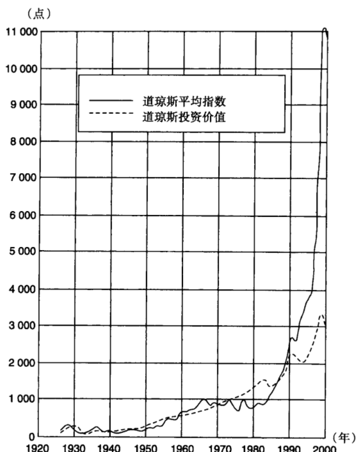


图 18.1　道琼斯平均指数与其投资价值相对走势

资料来源：价值线公司，以及作者的计算。

罗伯特·哈格斯特朗在他的《沃伦·巴菲特投资组合》（*The Warren Buffett Portfolio*）一书中比较了 1964～1996 年标准普尔 500 种股票指数的发展脉络。他指出：其中变化最大的是金融业。32 年间，金融企业的股票从 2%增长到 15%，这也可以解释为什么同期巴菲特在其投资组合中拥有大量金融股，他拥有的金融股包括：GEICO、房地美、富国银行、美国运通和花旗。第二个大获全胜的板块是健康产业，从仅仅 2%增长到 10%，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这个领域，巴菲特表现得很谨慎，因为他自认为“那些医药方面的科技难以理解”。他曾说过：“如果医药股的定价合理的话，我会购买一些。”科技产业的比重从不到2%增长到10%左右，其中，IBM没有体现出王者风范，它在过去几十年的发展有些滞后，失去了发展的好时机。消费品和服务业的增长缓慢，但是其稳定性吸引了巴菲特。其中衰退的行业是能源、基础设施和原材料。这些行业的公司增长缓慢，往往采取高派息而不是再投资的方式。

格雷厄姆在20世纪70代中期写《聪明的投资者》时，就表现出了这种担忧。根据他的计算，我们可以看到，1973年道指的大多数公司其实都在其投资价值以下交易（见图18.1），也就是说其市场价格在其投资价值之下。也有一些例外，比如：美国品牌、杜邦、柯达、通用电气、通用食品、通用汽车、固特异、宝洁、西尔斯、斯威夫特、西屋和伍尔沃斯。美国品牌的收益率为33%，其市场价远远低于调整后的投资价值。但是其他股票的市场价都比其内在价值高，这在随后发生的事情中已经十分清楚。如表18.2所示，此时很多股票的价格已经远远高于其价值。如表18.3所示，21世纪初道指偏离价值的夸张程度甚至高于上一个高点（20世纪60年代末和70年代初），甚至高于20世纪20年代末。

随着道指在1999年达到10 000点的高点，《巴伦周刊》（*Barron's*）的一篇文章指出：在道指后面加上一个零从来就不是一件好事。格林斯潘说：“这只是另一个数字罢了。”事实证明，这不仅是另一个数字。这个点数应该成为投资者好好思考一下投资策略的时机，思考一下目前的点位是不是情况失控之后的产物。因为在历史上，一些标志性的点位往往具有风向标的作用。

道指的历史观察

1906年道指达到100点，徘徊了18年（也就是一代人的时间）之久后，从1924年末坚定地上行，在5年里上涨了3.5倍，在1929年达到381

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点，3 年后跌回到 41 点，跌去了 90% 的市值。之后直到 1954 年，道指才重新涨回其名义价值。

格雷厄姆在 1973 年版《聪明的投资者》中回顾说，1958 年道指 575 点的时候，他认为"股市已经高得比较危险了"。而 1964 年道指 892 点时，他认为"股票已经太贵了"。在经过 1958 年作为分水岭的 8 年后，1966 年道指达到 995 点，随后在 1974 年 6 月跌回 577.60 点。事实证明格雷厄姆 1964 年的判断是完全正确的，而他在 1958 年股市 575 点时的判断无疑更加正确！因此，如果一个投资者在 1958 年时卖掉所有股票而购买债券，那么 16 年后，当道指低于 600 点时，他在债券上获得的收益要远远高于股票的派息。类似地，投资者在 1921 年卖出股票，买入债券，坐上"喧嚣的 20 年代"快车，在 1930 年就会领先市场。投资者在 20 世纪 90 年代中期卖出所有股票而将钱投入国债，7 年后的 2002 年会得到有保障的收益。

道指的历史走势显示出，在道指和其股票的内在投资价值之间有一种高得令人惊讶的密切关系（如表 18.3 所示）。一直到 1926 年，道指都在投资价值附近交易，而在 1927 ~ 1928 年间，道指上升得很快，已经偏离投资价值，溢价率达到 75%。而在 1928 年，道指达到了 381 点的高位，溢价率达到了 100%。1929 年，道指开始了一个修正过程，直到 1931 年底才结束。公司股息被取消，投资价值跌了一半，只有 82。道指接着下滑，比投资价值的下滑更厉害，至 41。这证明了本书的理念之一："如果价格是投资价值的一半，就是一笔好买卖。"

1935 年后，经济情况有所好转，随着《国家复兴法案》的出台，股市开始上涨，但是 1937 年又下跌，导致了 1938 年的暴跌。在 1939 ~ 1958 年 19 年的时间里，道指都在其投资价值以下运行。1959 年，股市信心恢复，价格也开始高于投资价值，这种情况持续到 1968 年。20 世纪 70 年代早期，道指一直在接近投资价值的位置运行，直到 1973 年，石油危机又使得道指在其投资价值以下运行，1985 年才恢复（甚至连价值型投资者都上当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了的年份是 1974 年）。在 20 世纪 80 年代末期，道指在其投资价值以上区间运行，原因是大量的杠杆收购和企业重组都作出了盈利的承诺。海湾战争和苏联解体后，道指与其投资价值的差距越来越大，最大差距在 1995 年成为一个害人的陷阱，并持续到 21 世纪。

从 1982 年分水岭之后的 20 年时间里，不仅仅是派息比率，就连收益率都比债券收益低。直到 1999 年，二者的差距才低于 2%（考虑到企业 2% 的自然增长）。到 2000 年早期，企业填平了这个 2% 的鸿沟，因为其 2% 的自然增长受到了质疑。也就是在同期，股票派息的规则也受到了挑战，使得股市变成了一个"危险"的地方。1958 年，股息收益第一次低于长期债券的利息收益。1992 年，股息收益比后者低 3%，并持续了一段时间。公司只将收入的一小部分用于派息。（在很多情况下，企业用现金回购其股票，从而将小投资者踢出局。）

20 世纪 90 年代道指不断提升的净资产收益率在 1994 年后加速提升，这可以使投资者通过调整后的投资价值为道指定价。连巴菲特和格林斯潘都认为如果公司的净资产收益率保持高增长的话，那么市场也可以保持高增长。但是我们可以发现一个很有趣的现象：这种净资产收益率的高增长是以美国运通和 IBM 的回光返照为标志的，同时加上周期性公司（比如卡特彼勒和杜邦）的好转而实现的。道指是一个以价格进行加权的指数，所以这些高净资产收益率的公司实际上对道指的影响力是十分有限的。如果用简单加权平均法或者用市值加权平均法来计算道指，那么情况也许会大不一样。从一个方面看，好像经济周期已经不存在了；从另一个方面看，我们应该注意，同期通用汽车和摩根大通银行的净资产收益率是在不断下降的。

也许从 2000 年开始，道指下跌最显著的预兆就是当时社会上广为流传的"新经济"观点。人们普遍认为"这一次情形不一样"。毕竟，上一次有人作出这样的判断已经是 1929 年的事情了，当时耶鲁大学的欧文·费希尔教授声称，"我们正进入一个永远繁荣的新平台"。其实，从这个时候开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始，市场上的主力是微软、思科、英特尔这样的高成长型企业，它们的市值有时候是世界最大的，所以火爆的市场表现在相当程度上是它们和那些活跃的公司完成的。而大量其他公司，比如标准普尔 500 种股票中的 300 多种就没有参与 1998 年的股市疯狂上涨，它们通常在价格与价值之间有一个合适的比例。

美联储主席格林斯潘也说，当时的股市是一种“非理性繁荣”。但是他说这句话的前提是考虑一个长期的发展，比如说 10 年以上。他说的不是短期趋势。正如格雷厄姆对 1958 年的市场和 60 年代初的市场发出警告一样，格林斯潘说：“美国股市不可能永远繁荣。”这无疑是对的，但他说的是长期趋势。考虑到他是制定美国金融政策的人物，我们完全可以理解他的这种观点。

市场到了高点的一个信号是当时似乎每个人都认为自己可以赚到钱。一般情况下，人们相信要在资本市场上赚到钱需要的是经验和智慧，还要加上很多的努力，但是在 20 世纪 90 年代，人们不用花太多工夫就可以赚到大钱。在这种情况下，盲目的乐观会将市场推向一个不合理的高度。

市场到了高点的另外一个信号是科技股的飙涨。20 世纪 90 年代后期，以“. com”为后缀的公司大行其道，当时科技被看做“万能药”，可以“包治百病”。这次的疯长就像以“trons”后缀命名的公司纷纷涌现于 60 年代，从而引起股市大涨一样。其实，类似的狂潮曾经出现于 20 世纪 20 年代，当时汽车、广播、航空业的股票都曾经风光无限。而如今我们似乎不应该忘记：通用和福特是当时驾驭汽车狂潮的十几家公司中仅剩的两家。

巴菲特和格雷厄姆的仔细计算都证明股市可以支撑 20 倍左右的市盈率。如果增长率为 7%，则市盈率为 22.5；增长率为 8%，则市盈率为 24.5；增长率为 10，则市盈率为 28.5。但我们需要注意的是，这些数字是有前提的，就是假设经济状况比较理想。而这种情况只出现在“9·11”之前，20 世纪 20 年代、60 年代，并且短暂存在于 1987 年的前三个季度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（崩盘之前）。但是历史告诉我们，分析也显示，这种理想的经济状况不能永远持续。

原因是人们开始采取长达 30 年的眼光来看待市场。在这个基础之上，那些经典的成长型股票在 1999 年的定价是合理的，正如《道指 36 000 点!》的作者所宣称的那样。如果我们可以从历史预见未来，就知道一个比 2001 年那次更加严重的经济衰退足以使股市崩盘。此时人们对于 3 年、5 年的投资周期都心存疑虑，更何谈以 30 年的眼光来看待股市的发展？结果是实体经济下降 5% 就会导致道指跌去 50%。

是否应该将用于社会保险的资金投入股市是一个长期以来争论不休的话题，同样存在争论的是：是否应该允许甚至是鼓励那些投资新手将工资的相当一部分投入股市，而这笔钱本来是用来养老的。这种考虑在人均寿命越来越长的社会中重要性也日益突出。但是这种投资冲动实际上是 20 世纪 90 年代大牛市的一个结果，而不是原因。当罗纳德·里根总统 1975 年（牛市的深入期）提出这样的方案时，许多人嘲笑这个方案是危险的和妄想的。而我们应该知道：其实在 1970 年中期股市见底的时候将这笔钱投入股市，是最理想的时机，20 世纪 90 年代是最坏的时机。但实际情况是，众多的学校和基金会等在 60 年代末期将钱迫不及待地投入股市。

20 世纪 90 年代另一个值得担忧的问题是上市公司的利润率问题。股市价值的增长有时候不是来自于利润的增长，而是由上市公司利润率的构成导致的。比如，如果美孚石油公司的利润下降 10 亿美元，而同时微软公司的利润上升 10 亿美元。国民生产总值（GNP）没有任何变化，但是股市的市值却有可能增加。原因是微软的市盈率为 60，而美孚石油公司的市盈率为 20，前者是后者的 3 倍。这 10 亿美元只是财富在两家公司间的简单转移，却可能因为市场对微软寄予更高的期望而放大对微软的估值，从而增加股市市值。

小企业可以通过理性地用 2 倍于投资价值的价格出售而获利，但是道指公司一般是最不可能成为被收购对象的。实际上，道指公司因其巨大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规模想要有大的增长非常困难。如果 IBM 再以 20% 的年增长率增长 20 年，那么其总收入将和美国的 GDP 一样多，同样的假设也适用于微软。

有些企业可以通过扩大规模获得好处。埃克森（世界最大的石油公司）可以通过并购美孚（世界第三大石油公司）而扩大规模。如果是在另一个历史时期，这种行为可能会受到反垄断调查，但是当时这个并并购没有碰到这个问题，主要是因为这种企业行为被看成是在竞争国际化的过程中一家公司进入了另外一家公司而已。但是如果埃克森想要收购英国石油这样的公司，就可能会受到反垄断调查，然而即使这种情况真的即将发生（埃克森要收购英国石油或者壳牌石油），埃克森也可能最终选择放弃，因为即使它有能力收购世界上任何一家公司，也都不足以使其财务绩效有任何实质性的变化。

实际上，“中产阶级公司”（指的是那种中型或大型公司，不是超大型公司）的空洞化问题使得一些行业出现了变迁，因此也影响到那些巨无霸公司的估值增长。如今 IBM 公司面临着一群对手的竞争，如戴尔、惠普等。但是不要忘记，IBM 曾经摧毁了整整一代电脑公司，如宝来（Burroughs）、数据控制公司、DEC 和王安电脑公司等，更不用说那些已经被人们遗忘的一大群小公司，比如 Commodore。IBM 的成功并未将其股价提升到一个很高的水平。

在 20 世纪 90 年代末期，作者开发了一个模型用于研究市场趋势，并得出一个结论：美国股市正面临崩溃的危险。最开始这个模型发现道指顶点是在 2003 年到来，后来证明这个高点提前了几年，于 2000 年就到来了。这个模型的思路是考虑了道指的一些高点，比如 1892 年、1929 年和 1966 年，并发现其间相隔都是 37 年。从高点到低点的运行时间是极其漫长的，而 2000 ~ 2002 年的一段时间更多的是纠正而不是崩盘。虽然这个模型对于高点的猜测是不对的，但是这种预测也让我提前采取了防守型的投资策略。

道指到底可以跌到多少呢？也许这个问题应该反过来问：道指到底可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以涨到多少？为什么这样问呢？因为整个20世纪的历史经验告诉我们：股票价值平均一年上涨7%，按照这个速度，它将每10年就翻番，每20年就增长到4倍，每30年就增长到8倍。知道了这个情况，并且让我们假设前期的高点在30年的时间里都不能失而复得，那我们就可以将高点除以8来得到一个中间值，这个做法在对待零息债券的时候也同样适用。比如用1929年的高点381除以8就得到48，与1932年的极端低位41点相差无几。有了事后分析，我们知道1995年的股市高点是4 700，这个点位相当于1966年的高点考虑通货膨胀之后的数字。将它除以8我们得到588，与1974年578点的低点仅仅一步之遥。让我们将2000年的高点大体算为12 000，将其除以8得到1 500。这个1 500也就是2000年之后道指可能跌到的一个点位。这个数字只有表18.3中所计算出来的“投资价值”3 000点的一半，然而，将来道指的点位也可能确实比这个数字高一些，但这主要是通货膨胀所导致的。

这里也许有一个因素，那就是将在第二十章讨论的世代模型。也许日期我们无法估计，但是世界金融体系正面临崩溃的危险，不是比我们想象得更慢，而是可能比我们想象得更快。让我们观察以前的几次大熊市，就会知道将来的熊市也可能会这样出现。如果这种情况真的出现，那么无论是道指，还是标准普尔，都可能会跌掉一半的市值，正如纳斯达克已经经历的那样。在美国的大多数地区，遍布着用从股市赚来的钱购买的房屋，而这些钱也可能来自于银行系统的那些人为的和充裕的流动性，它们都可能会跌掉一半的市值。美国无线电公司（Radio Corporation of America，RCA）曾经是美国股市的明星，但在1929～1932年间市值跌掉了90%。同样的事情发生在“美国在线”和其他一些互联网公司身上。失业率会上升到两位数，也许不是大萧条时期的25%。同样，GDP的收缩也会发生，也许是10%上下，而不是大萧条时期的25%。

Pimco债券基金的威廉·格罗斯认为，道指的合理点数应该在5 000点左右，即可能从11 722的高点跌掉50%。他指出，20世纪美国蓝筹股的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年增长只略微高于0.5%。根据他的观点，这个数字和2%的资本收益之间的差额来自于市盈率的膨胀。换句话说，这种股票的回报方式应该大致相当于防通胀债券加上股息收入，仅此而已。因此在30年时间里，蓝筹股的真正收益增长只有20%～25%。同期股价大幅波动的原因是市场波动而不是真正的收益增长。这是一个说明价值型投资（在其历史价值趋势线之下购买股票）优于成长型投资（因为其价值趋势线的凌厉走势而买股票）的有力观点。

一只股票可以被认为是固定收益工具和看涨期权的结合体。格罗斯对于5 000点的估计是说道指的“债券价值”，同时还有5 000点的看涨期权的价值。而我们的投资价值计算更加保守，因为我们考虑到了企业债券对于国债的风险因素。表18.3显示了在过去道指也多次在投资价值以下交易，意味着其“看涨期权”为负数。

“可如今道指完全不同了。”很多人会这样说。我们确实看到很多成长型公司，如微软、家得宝和英特尔等。事实是，它们是以前的成长型公司。它们不是在飞速发展之时，而是在飞速发展之后才进入道指，如IBM和3M的情况一样。这3家公司都是行业领导者，其中微软在市值上已经和通用电气、辉瑞以及埃克森美孚石油公司比肩而立，另外两家的情况也差不到哪里去。从定义上来说，过去的成长型企业属于蓝筹股，所以它们很难“打败”市场，因为它们本身就是美国经济的“代理人”。当然，如果你是在10～20年前拥有它们，然后等它们进入道指后，你就真的赚大钱了。

一个格雷厄姆和多德型投资者是不会相信股市的只涨不跌。他们会认为这个世界不是一个全新的世界，也许在一些细节上会有一些变化。其实这个世界遵循着一种模式来运行，而这种模式是我们在很多年前就反复看到的。人们总是经受不了这种诱惑：因为看到“进步”而忘记了经过时间反复检验过的发展规律。这个规律在过去曾告诉我们，它每一次都会带来巨大的痛苦，而这一次也不会例外，这种世代轮回几乎是不可避免的。如同一个法国谚语所说，“事情越是变化多端，就越是一成不变”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十九章
对信用过度的忧虑

我们所处的时代有一个现象，它至关重要，必须引起我们的高度重视，那就是“信用过度”。或者说得更准确一些：如果美国国内和国际上的信用金字塔一旦坍塌，全世界就可能出现严重的问题。有一种说法，在过去30~40年间我们所经历的经济繁荣并非得益于资源更加丰富，而是因为信用变得原来越容易获取。但是如果以“信用变得原来越容易获取”作为经济长期繁荣的基石是完全靠不住的。一个更可能出现的结局是包括美国在内的所有国家都可能会为之前所经历的经济繁荣买单。这已经通过20世纪90年代和21世纪初期的美国和欧洲股市而得到了部分证实。我们通过这些现象所看到的更有可能是一个旧时代的结束，而不是一个新时代的开始。

虽然问题首先是从海外发端，然后向美国扩散的，但是一个国家的问题不可能仅限于国内，它必定会影响到其他国家。美国也不能孤立于其他国家的变化。更何况在美国经济内部也已经存在足够多的可以引起多米诺骨牌效应的因素，一个问题就有可能引起大规模的连锁反应。历史经验告诉我们：一个单一经济现象的最终影响可能是十分巨大的，虽然有一些经济学家不愿意承认这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

海外市场的过度信用

我们回来看看当年的亚洲金融危机。1997 年，亚洲金融危机突然爆发。刚开始是泰国，接下来是印尼、马来西亚、菲律宾，最后是韩国，被迫纷纷将其货币贬值。这令人感到万分惊讶，因为我们知道这些国家中的大多数都拥有巨大的贸易盈余。问题在于：为了维护发展速度，这些出口主导的经济体通常靠借大量外债来维持经济增长。但由于经济发展的不尽如人意，到上世纪 90 年代中期，这些国家已不具备还债能力。一旦这些国家蜂拥而起大力出口，又使得商品价格和半成品价格大幅贬值。这意味着考虑到生产成本的增加，那些出口货物的价值被他们自己高估了，从而使这些国家的生产商开始亏损。

另一个方面是这些国家监管经济的方式，尤其是其管理国有企业的方式有问题。暂且不说一些国家的经济运行方式是“裙带资本主义”式的，政府可能将合同交给统治者的亲戚。一些国家的政府对于其战略性的行业有出乎寻常的措施。比如日本在二战后，对于其战略性的行业进行“特殊关照”。日本政府鼓励这些行业的公司向银行大举借债，大肆提高其财务杠杆比率，以至于这个比率远远高于审慎会计原则所允许的范围。而另一方面，日本政府通过提供一些隐含的债务担保来说服自己的银行支持如此高的杠杆率。这种做法最先开始于日本，后来被许多亚洲国家所采用。但其实作为政府还是不得不向西方或者日本本土的私人银行借钱，或者向国际货币基金组织或世界银行借款。如此这般，一个脆弱的信贷结构就建立起来了。这个架构的强度其实只和政府本身的强度相当，其安危系于政府，因为在这个结构中，政府才是最终的担保者。

因此亚洲经济奇迹的基础比人们以前所想象的要脆弱得多。这种对于经济繁荣的幻觉也导致了令人匪夷所思的巨大浪费，比如马来西亚曾野心勃勃地建造世界上最高的建筑，这种野心看起来与 20 世纪 20 年代之初美国人的傲慢很相似，看起来很辉煌，但却预示着崩溃。实际上，这个举动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和美国20世纪60年代修建西尔斯大厦异曲同工。而不同之处在于，美国当时确实是取得了一些在那个年代所能取得的经济成就，而马来西亚只有傲慢，没有经济成就。

拉丁美洲的问题又有所不同。像东亚国家一样，拉丁美洲的国家拥有经常账户的赤字；与东亚国家不同的是，拉丁美洲国家也拥有贸易赤字。也许是因为美国财富的“示范效应”，这些国家在很大程度上依赖美国的进口商品（也包括去美国旅游）。但是这种贸易赤字也由美国来分担。从南到北，美洲国家的核心问题是其对欧洲和亚洲的巨额贸易赤字。2003年中期，美国国际收支赤字达到每月400亿美元，将近每年5 000亿美元。

一个世纪以前，一位墨西哥总统说：“可怜的墨西哥，离上帝这样远，离美国却这样近！”这是对的，从某种程度上说，也许对所有拉丁美洲国家来说都是这样。这种情况在1994～1995年墨西哥货币危机中达到顶峰，墨西哥比索在12个月中贬值了一半。

巴西从1999年初期以来的各种问题是拉丁美洲各种问题的极端表现。经过20世纪60年代早期以来的超级通货膨胀后，巴西采取了紧缩的货币政策和90年代货币的过度升值，从而控制了通货膨胀。但是所有这些步骤中有一个最重要也是最不应缺少的关键因素，那就是一个负责任的财政政策。为了对付严重的赤字，这个国家需要通过企业私有化、更少的花费和更高的税收以使得国际银行家们恢复信心。资产的私有化做得还不错（虽然时不时地被由其他问题引起的资产贬值所破坏），但是其他方面的改革被证明在巴西这样一个拥有分裂的多党制议会国家是很难实行的。最后的一根救命稻草就变成了其州长威胁将州对联邦政府的债务免除，由此引起了1999年1月的实体经济大贬值。

似乎发展中国家的问题引起的混乱还不够多似的，一个主要的发达国家日本也加入问题大军中来。这个国家刚开始时陷入了经济增长的衰退，而这种增长的衰退在20世纪90年代末期演变为真正的经济衰退。但是日本一直没有采取真正必要的改革行动：清理它的银行系统。虽然政府已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

放弃一些问题最严重的企业，但是对其他很多已经“脑死亡”的企业还是提供财务救援。而另外很多企业都被日本黑手党的恶棍代理人所统治。不像俄罗斯，日本陷入了20世纪30年代以来最严重的经济衰退。

日本也许要为亚洲金融危机的爆发负主要责任。因为它长期以来都不对其最需要改革的银行体系进行深刻的变革，它本该好好清理一下自己的银行系统，却仍然放任一大批半死不活的大企业苟延残喘。日本各地遍布着大量的建设项目，而这些项目都是由银行的大量贷款所支持的。这种情形在20世纪80年代达到顶峰，此时日本十大银行的总资产已经超过美国的大通、花旗、摩根等银行，而市值更是远远高于后者。后来美国银行大量借钱给拉丁美洲国家的愚蠢行为也是因为日本人暂时超越美国银行所致。

中国是另外一种情况。中国躲过了1997年亚洲金融危机。中国幅员辽阔，拥有巨大的发展潜力，但是也拥有成长中的痛楚。如何改革其国有企业是一个很大的问题。这是一些相当于政府管理下的企业。但是这些机构应该瘦身，这会导致就业机会的减少和它们过高的杠杆率。结果是出现通缩，使经济减速和货币贬值。

苏联和中国对同样的问题有不同的观点。它们都尝试使自己的人民从国家控制的经济体系中挣脱出来，但是苏联走向了一种现代版的封建主义，几万也许几十万官员控制着小型经济和政治单位，结果是之前经济关系的部分瓦解和人民生活水平的下降。中国在这个方面做得好多了。有些人（主要是城市居民）享受着现代生活方式，而这种生活方式以前只在发达得多的亚洲国家才能享受到。

中国的一个根本问题在于人口太多。如果要让全中国人民过上美国人的生活，那需要其GDP达到美国的4倍才行。而即使中国的GDP目前和美国相当，那么将此财富分配给4倍于美国的人口，所能实现的生活水准只相当于美国在20世纪初的水平。

欧洲有自己的问题。欧盟实际上面临着很多经济和文化上的差异，有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些经济体的目标是南辕北辙的，也许我们可以将其理解为两个欧洲，一个是以北部欧洲国家为主体的以德国为领袖的集团，一个是靠南部的地中海国家组成的集团，包括意大利、西班牙、希腊，或许还有土耳其。

公正地说，每个国家都有自己的问题。美国拥有大量的贸易逆差和巨大的政府财政赤字。金融家的偏好是健康的货币政策和财政政策（以及适当的增长成本）。结果世界上出现了这样一种情况：美国成为全球产品的最大进口国，而远远没有为世界提供足够的流动性。但是美国不能成为世界的最终消费者，而为其本国经济的严重不均衡作贡献。

最令人不安的问题是：没有一个主要国家同时在财政和贸易两个方面取得平衡。许多亚洲国家有很大的贸易盈余，拥有大量外汇储备，但是它们的财政赤字同样居高不下。但是美国在几十年的铺张浪费之后终于在 20 世纪 90 年代暂时让财政支出实现了平衡。不过，美国的贸易赤字依然严重，而且在 21 世纪初也有财政赤字。

根本问题在于美国的信用过度产生于世界上其他国家的信心崩溃，导致这个世界上出现了这么多的债务，而没有足够多的钱来偿还。这种情况已经由俄罗斯和东南亚一些国家的货币贬值而显露无遗。当这些国家的经常账户被认为是虚幻的，其国民的生活水平会急转直下，而且这些国家拥有大量外债，实际上不可能如期偿还，除非通过降低本国普通民众的生活水平来解决。美国到目前为止（注意我说的是“到目前为止”）避免了这个命运。

像国际货币基金组织这样的机构拯救那些问题国家的方式，相当于“恩准”一个工资都付不起账单的人延期偿付本金，但是又给他加了新的利息。就像那些信用卡公司所说，“不要紧，我们可以提高你的信用额度”。而国际货币基金组织对于很多新兴经济体的拯救就类似于这种情形。这不像一般的摊销，所谓的最低还款额累积起来肯定还不了这笔债务，甚至 30 年以后也还不了。想象一下：30 年期年利息为 18% 的贷款，到了 30 年以后，债主慷慨地免掉了你的本金，使得你所要偿还的金额从本金的 144 倍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降为 143 倍！

一些行业确实已经走向没落，比如钢铁和机械行业，而这种衰落发生于 20 世纪 20 年代，而且它是更大的衰退的前奏。这就是为什么格雷厄姆和多德偏好的都是已经反映出这种行业动向的股票品种，如果行业衰退真的来临，那么这些品种只承担较小的风险，而那些定价超过投资价值过多的品种却会暴跌。

例如，股票的农业板块弱势背后的含义是什么？在过去的几十年中，很多亚洲国家的生活水平提高了很多，尤其在营养方面，本来即使在最贫穷的亚洲国家中也拥有足够的谷物、肉类和蔬菜，但是金融危机影响了这一切，使肉类和蔬菜的消费严重下降，甚至许多人的谷物消费都不能保证。简单地说，美国农业的危机来自于亚洲一些国家的人民吃得比以前差得多。

1998 年，美国的个人储蓄率下降到接近零。美国人普遍感到没有必要储蓄，因为他们的个人财富不断增长，而这种增长是在没有新的资本加入进来的情况下实现的。这种增长有一个前提，那就是不断地有人（国内和国外）在储蓄，并将钱投资于美国市场。亚洲人通过勤奋工作和自我牺牲而积累了大量资本，但是他们没有用好这些钱。相反，美国人在资本的积累上做得不好，但是他们更善于利用手中的资本获得最大的收益。

所以我们看到，美国人被允许甚至被鼓励采用一种挥霍无度的生活方式，因为这对世界经济是有利的。美国股市的繁荣也鼓励了全美各地的大肆花费，而这也使得美国的进口额居高不下，从而使得世界上那些出口导向的经济体持续增长。看起来这是个良性循环，至少目前看来是。但这也使得这个体系的构成和各种节点是如此复杂，以至于其中任何一个节点的断裂都可能导致金融雪崩的发生。

美国的相关问题

美国股市的持续高企鼓励了挥霍无度的生活方式，而其他国家辛勤工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为美国买单，至少到目前为止我们看到美国没有承担金融系统崩溃的厄运，因为其他的国家正源源不断地将资金投入美国的股市和债券，从而帮助美国应对其赤字问题。但这个复杂体系一旦崩溃，结局会是很可怕的。至少墨西哥如果出现问题就会引起难民潮，这对美国来说是一个近在眼前的威胁。不仅仅是拉丁美洲国家，如果其他国家出现经济波动，那么其系统影响最后就会波及全世界所有的国家。这从一个侧面也反映了美国自身金融体系的薄弱性。这就是“牵一发而动全身”。

透明度也是一个需要考虑的方面。从目前来说，美国商业环境和经营环境是全世界最好的，透明度最高，这对于维持一个市场体制来说至关重要。当然，安然事件使得这种透明性打了折扣。但是总的来说，美国的财务报告制度和公司治理效率仍然是全世界最好的，与其他国家相比有很大的优势。然而这种优势还没有大到足够支撑美国股市涨到21世纪之初的如此高位。我们还应该看到：透明度的真正受益者是企业经理人，而不是外部投资者。

20世纪90年代，美国经济的增长速度与其他国家相比不算特别突出，比如与欧洲、亚洲一些国家相比就是这样。真正突出的是美国经济增长的“安全性”和“确定性”，意思是对经济增长的信心高涨，每个人都认为经济会持续增长下去。但是我们应该知道，这样一种增长主要是基于信心，而这是不可靠的。毕竟，我们曾经看到亚洲在20世纪80年代末期表现出类似的信心，尤其是日本，后来的事实证明，这种不当的信心导致了市场崩盘。我们是否应该问问自己：“我们真的与他们不同吗?”

过去20年市场繁荣的关键不是因为生产力的提高，而是因为创造了更大的金融流动性。这种经济扩张得益于更加高级的金融体系，而后者又反过来促进了流动性的扩张。由此产生了很多金融创新，如自动取款机和电子银行业务。信用分析变得更先进（但并非更准确），在安然和世界通信的案例中，主要信用评级机构的反应就很迟缓。消费者可以通过很准确的营销手段（如口碑营销和数据库营销）来加以识别和说服。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些提前批准的信用卡是这种趋势的一种表现。有些公司在发放信贷的时候，本来应该对于每一个申请者采取面对面评估的方式，来衡量他们的信用状况。但在一片歌舞升平的繁荣市场中，连这个过程都被省略掉了。设想当一个成人为自己5个月大的儿子，为自己家的宠物狗，或者为购买电脑申请信贷的时候，如果信用卡公司能采取面对面评估的方式，一些不好的情况本来是可以避免的。而这些申请者的“负面信用记录”是完美的，因为他们（它们）可能实际上从来就没有过任何信用记录。如果信用卡公司能当面评估申请人的信用状况，就可以避免后来出现恶劣情况。

为了对付飙升的破产率，信用卡公司已经推动对破产法作出修改。其背后的观点是公司破产太容易，应该变得更难一些。但是在所有各方中，信用卡公司是最没有资格这样说的，因为它们本身就是问题的一部分。它们对于人们是否真的认真对待其债务没有兴趣，它们感兴趣的是通过高级的市场细分手段和广告诱使人们愚蠢地消费，再足额还款。它们的行为就好像贩毒者将毒品卖给别人，再通过“法律手段”使自己顺利收债。这种放纵无度的方式是世界经济增长的重要部分，开始于美国，继而是欧洲，现在到了东南亚。

20世纪90年代，世界各地的公司都在大量借钱，它们的债务负担越来越沉重。而在经济繁荣的年代，公司分红反而越来越少，不像在整个大萧条期间，AT&T公司一直坚持支付股息。现在的公司正在削减股息分配，虽然股价在不断上涨。约翰·保罗·盖蒂在《怎样发财致富》（*How to Be Rich*）中说：“如果一家公司的市盈率是100，那么即使公司将收益全部用于股息分配，其股东也只能收回他们投资的1%。”如果公司真的这样做，它就没有资金用于扩张，因而也抹杀了其资本增值的可能性。

传统的通货膨胀在过去10年已经停止，但金融资产的膨胀在继续。正是这种膨胀而不是实体经济的通货膨胀让美联储最为头疼。如果这种趋势延续下去，它会完全改变实体经济和金融业的关系。传统上，金融体系是一个国家经济状况的反映，但在世界范围，金融体系却渐渐成了主宰。各

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国中央银行的喜怒哀乐和华尔街上那些交易员们的行动决定了众多货物交易与否，以及以什么价格交易。

与通常的观点不同，我认为美国目前的繁荣只是因为美国很幸运，而不是因为美国很聪明。美国正走在一条通常会导致严重通货膨胀的路上，而许多人（包括很多经济学家）相信：我们可以准备“一锅好粥”，它“不咸、不淡，不太烫，也不太凉，而是刚刚好”。但美国只是在某些阶段和某些时候可以做到这一点。

当然，许多人会认为世界经济的主要风险是通缩。但是通缩是通胀的对立面，它只是意味着更低的价格。正如“理性期望学派”所认为的：在一个理性世界中，没有金钱错觉。人们会根据现有的价格调整自己的计算，一切就都恢复正常。但是通缩的真正风险在于非居间化。这是一个令流动性或多或少降低的过程。结果就是实体经济由超速转向收缩。流动性都进入金融领域（或者进入一些“愚蠢的”项目），而没有足够的流动性来支持能真正体现经济成就的项目。

假设世界上的生产能力过剩，这种情况真的是因为需求不足吗？考虑到亚洲、非洲和拉丁美洲还有这么多的穷人，这种观点很难令人信服。发展中国家的需求应该是考虑到其实际购买力的有效需求。传统市场已经饱和，而开拓新市场的努力不足。换句话说：有几十亿人都想参与世界市场的盛宴，但是他们不能获得足够的信贷支持来实现这个愿望。

在过去十几年中，世界 GDP 的年增长大约为 3%，这个增长速度高于世界对于石油、金属和其他原材料的需求增速，新增需求更多地来自医疗、技术和服务方面，后者显然更符合那些已经解决了温饱问题的人们（比如美国人）的需要。美国人的财富不断增长，美国人的收入从 1900 年到现在增长了 3 倍。1900 年美国人的平均收入是 1 万美元，现在是 4 万美元。但是美国人住的房子显然没有增大到 4 倍，吃的东西和穿的衣服显然也没有增加到 4 倍。

经过长达一个世纪的不良管理和战争，俄罗斯虽然在过去多年获得了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很大进步，但俄罗斯的老百姓在2000年一点也没有比在1900年过得更好，他们的生活没有实际改善。这些人拥有了汽车、电视等物品，但是未见得比他们的祖父母吃得更好。俄罗斯居民的平均寿命也并不比二战刚结束的时候更长，甚至在20世纪90年代还有所缩短。在世界上其他地方，同样的事情每天都在发生，尤其是在非洲国家。实际上，大多数非洲国家人们的生活水平并不比100年前更好。

对将来10～20年金融市场的悲观预期

也许21世纪初世界面临的一大挑战是这样的：到底这个世界的经济发展模式是应该像美国一样以发展服务业为主，还是像其他国家一样以生产物品为主。也就是说：发展模式是以虚拟增长为主还是以制造业的增长为主。毕竟如我们所说的，美国经济长期增长，股市火爆，美国人普遍感到没有必要储蓄，因为他们的个人财富在不断增长。但这种增长有一个前提，那就是不断地有其他国家在制造产品，出口到美国，而美国人享用它们。所以美国人挥霍无度的生活方式被出口型国家认为是对世界有利的。而如果世界的发展模式是以后者为主的话，则对世界长期来说是有利的，而对于美国短期内就会导致一系列的问题。这样的话，美国人所自豪的"金发女郎经济"（指那种不冷不热刚刚好的经济状况）和高涨的股市都会受到影响。

这种情况会怎样发生呢？中央银行（尤其是美国的银行）会非常担心通货膨胀，尤其是资产价格的上涨，于是开始采取措施控制这种势头。本土机构会缩减信贷，尤其是对消费者的信贷。于是消费者的消费会受到抑制，而使实体经济出现收缩。新兴市场被认为风险加大，国际资金停止流入，贸易枯竭，使这些国家不得不采取依靠邻国度日的措施。

我们看看将来美国可能会发生什么样的情况。长期的经济繁荣造就了繁荣的股市，而繁荣的股市鼓励了消费，尤其是信用消费。美国人拼命借钱消费。因为钱太容易到手了，信贷太容易到手了，这一切唾手可得的东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西将美国人的生活方式转变为一派歌舞升平的赚快钱的风气，从而将股市从一个投资的地方完全转变为一个充满投机味道的场所。大量的共同基金火上浇油，将市场推向新高。消费增加伴随着投资增长。忽然间，经济环境变得不那么令人满意了，人们忽然一下子发现股市的高歌猛进是不能持续的，因此开始抛售股票，很快抛售狂潮出现。如果出现这种情况，人们的财富会严重缩水，因此消费缩减，投资也萎缩。在危机中，一方面生产过剩，消费紧缩，导致商品积压，另一方面普通美国人却缺衣少食，生活日益贫困，甚至无以为继。这是小说吗？不是。这是发生于美国 20 世纪前 40 年的真实图景。这也是过去 30 年日本的真实图景。在 21 世纪初，美国经历了 20 年的相似周期，比日本晚了 10 年，但周期的最后阶段对于美国来说是不可避免的。这种情况的出现加上日本最近的衰退会给世界经济带来非常严重的影响。

格林斯潘先生及其美联储的同事们是我们这个时代最有能力管理经济的人物，至少在当代是这样。但是也许正因为他们处理好了许许多多的经济难题，而被人们普遍寄予了极高的期望。一方面，他们成功处理许多小经济难题的经验让人们过于轻信他们处理大经济难题的能力；另一方面，他们确实成功处理了许多小经济难题，但也许正因为这样，更大的经济难题会出现。况且，每一个将军都知道如何打好上一次战争，但这件事情其实对每个人来说都不是一个问题，因为上次战争已经打完了。最难的战争永远是下一场战争，虽然这场战争不一定发生。

关于金融政策和市场的关系有一个比喻，那就是药品。比如抗生素是对抗细菌的，从而可以让人们对抗疾病。但是一个自然选择的过程却使得细菌比以往更加厉害，从而需要更加厉害的药物去对付它们。因此我们需要一而再、再而三地提高抗生素的效力，以至于后来我们都不知道到底是哪个走在前面了，是更厉害的细菌，还是更厉害的抗生素？这成了一个难题。我们如今在投资领域看到的情形与此类似，现在的金融政策如果用来对付 1929 年的信用过度也许是绰绰有余的，然而如今这个问题的程度更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甚，规模更大，这样看起来似乎是我们的金融政策越好，碰到的信贷过度问题越严重！

为什么会存在经济周期？为什么经济会崩溃？还是用药打比方，现代药品可以治愈包括脊髓灰质炎和天花在内的很多疾病，并且在对抗癌症方面取得了很多进展。人们的预期寿命比一个世纪前延长了30年，但是药品并不能让人们长生不老。同样，宏观经济政策可以延长经济周期，抚平它的影响，但是不能阻止它走向灭亡。

这个问题的答案不是更严格的货币政策或是否有过多的贸易壁垒，或其他诸如此类的因素，而是在实体经济内部，是由经济周期引起的。关于社会保障制度的争论就是例子。社会保障在美国不是一个应否存在的问题，而是在目前税率水平下提供保障的程度问题。目前社会保障在美国政治中已经是"第三轨道"，变成了非黑即白的选择，而它本应该是个"量入为出"的问题。社会保障的持续永远不应成为一个问题，问题只是提供保障的程度。

有人说这是"不同时代的人们之间的一种契约"。在我看来这是不对的。契约应该是发生于两个自愿的双方，而社会保障制度是武断的，它就像一个"暴君"，将负担强行压在年青一代的身上，甚至未出生的人身上，而这些"暴君"是那些担忧自己退休后生活的一代人。这种制度安排使得那些未出生的人完全对此没有发言权，而我们那些故去的祖先们很可能不会同意这种做法的。

股市里面也发生着"庞氏骗局"。这种骗局就是指某人骗别人向虚设的企业或实体投资，以后来投资者的钱作为快速盈利付给最初投资者，以诱使更多人上当。后进来的人只要运气好，股市还在涨的话，那么他仍然可以赚到钱。这种情况的发生无异于现在的人在提前花掉孙辈或曾孙辈的财富。

科技革命是一柄"双刃剑"。2000年早期，科技股在标普500中只占1/3，在纳斯达克中占比要大一些。对于一个不确定的行业来说这是大赌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注，甚至在股市 1999 年秋天创新高的时候，其中创新低的股票（大部分是非科技股）数量也多于创新高的股票（比例是 3:1 或 4:1）。那是因为科技股从其他行业和股市中吸收了太多的资金。换句话说，如果投资于科技股，指望它的收益（和股票价值）在可预见的将来有 15% ~20% 的增长率，那么其他的非科技股就不得不用低市场价格来竞争。这种情况和 20 世纪 70 年代的情况很类似。也就是说，目前某些非科技股的股价和它们在 20 多年前的任何时候一样有吸引力。

互联网企业的首席执行官们正拿着巨额的薪水（当然其中有很多属于高价格股票的期权），华尔街为他们服务。这种情况也没有什么不对，如果这些科技企业的“历史性”盈利承诺都能兑现的话，但这是不可能的。一个真正的风险就是：这个行业的蓬勃发展引诱着大量投资进入这个领域。但是人们花了大钱，却未见得它们真的创造很大的价值。在很多情况下，它们所做的与其说是在创造价值，不如说是在毁灭价值。其实这些资金如果不是投入高科技领域，本来可以投入其他很多行业的。一旦这个领域产生问题，就绝不仅仅限于这个领域，而是会像水中的涟漪一样扩散到社会的其他方面。

另一个例子是 20 世纪 70 年代的石油危机。实际上有两次石油危机，一次在 1973 年，一次在 1979 年。从理论上说，两次石油危机都会对美国股市产生不利影响。1973 年的危机确实使得美国股市下跌了 50%，但 1979 年那一次美国股市却上涨了。这意味着美国股市对于两次石油危机的反应在一次就完成了。一个相似的情况可能会发生于互联网和高科技革命的潮流中，21 世纪初美国股市对此的反应可以和石油危机相比，将定价一次就完成了。

技术革命当然被人们所欢迎，因为它提升了生产力，促成了高增长（而且没有通胀）。例如，对原材料的更好使用可以更好地利用资源、降低成本。但是如果供应本来就很紧张，回报递减法则就开始发挥作用了。在这种情况下，解决方案是扩大供应，而不是更高的效率。所以，高生产力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在需求膨胀时期是受欢迎的，而如果需求在减少，更高的生产力只会导致更高的失业率。如菲利普曲线所假想的，通货膨胀率低时，失业率高。这个理论也许没有过时，只是变得更加隐蔽。

有些人声称技术革命的作用就像工业革命一样。工业革命彻底变革了整个社会的整个生产方式和生产流程。虽然我们看到了巨大发展的潜力，但是这种技术与20世纪70年代的石油狂热和20世纪20年代的收音机狂热更像。换句话说，这种科技狂热更像是在一个人的一生中会出现一两次的情况，而不太像在一千年里只出现一次的情况。科技革命更像是现有成长模式的暂时加速，而不像是黑暗时期或者封建时期的曙光那样具有历史转折点的重大意义，这些文明的曙光曾经使得现代经济增长正式走上历史舞台。科技革命也不像工业革命那样具有革命性，工业革命使得沉睡的经济发展苏醒过来，而当今的技术革命则远远没有这样重大的意义。

药膏上总是飞舞着太多的苍蝇，它们相信经济发展可能只涨不跌，永远成长下去。亚洲奇迹的崩溃让美国人更加清醒，这种崩溃不仅仅是全球经济增长的路障，它还拉响了警报，告诉美国人美国同样也可能遭受这样的命运。长期资本公司的厄运已经昭示了这一点。美国将永远面临一个挑战，那就是如何不断提高生产力以应对不断增长的消费欲望，全球经常发展的不均衡是一个必须认真思考的问题。然而，20世纪90年代以来的资本盛宴却使得本来该出现路障的地方畅通无阻，使美国在本来该踩刹车的地方反而加速通过。

劳伦斯·斯隆1931年在他的《每个人和他的普通股》（*Everyman and His Common Stocks*）一书里，针对当时纠缠美国的经济困局提出了三个问题。第一个问题：这个国家正在经历严重和很可能旷日持久的经济衰退吗？答案是：这几乎是肯定的。第二个问题：事情发生之前有没有征兆？答案是：有一定的征兆。第三个问题：这次灾难可以预测吗？对于作者来说，有些现象是可以预测的，但是这些现象只有那些有心理准备的人们才能看到。最严重的问题在于当时有太多自相矛盾和过于乐观的情绪到处弥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

漫，使得人们对于众多的问题视而不见。在一片大好的情形下，谁愿意相信危险就在前面，好日子即将过去呢?

显然，目前美国的金融体系还在世界体系中扮演步调设定器的作用，然而，它设定步调的功能已经不像1990年末那样强大了。美国股市在高企的时候可以等待经济增长和收益跟上来，以支撑高高在上的股价。但不幸的是，历史经验表明：市场通常不是那么有耐心。目前的“高高在上”之后很可能迎来的是长期调整。这种可能性是很大的，任何一个小的“节外生枝的事件”或者任何的“意外”都可能会导致严重后果。2001年针对世贸中心的恐怖袭击就是这样一个“意外事件”。美国应该知道，目前的繁荣图景不会永远持续下去，一个更可能出现的情况也许是股市崩盘和全球经济大萧条，而这个时候也是格雷厄姆和多德的价值投资法最为适用的时候。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十章

美国股市的世代轮回

美国股市的周期是35～40年，也就是大约两代人的时间。在美国股市的历史上，高点和低点之间多次出现37年的间隔。让我们看看道指的一些高点，比如1892年、1929年和1966年，我们会发现其间相隔都是37年，而从高点到低点的运行时间是极其漫长的。按照这样的思路，我们通过简单计算就可以得出下一次高点的时间：1966 + 37 = 2003。也就是说，在2003年道指可能就上升到其最高点。也许这个时间点会提前到来，比如在2000年。而当我们估计一个周期的时候，最好用一个大致的范围，而不是用一个时间点。

从历史上来说，1892年、1929年和1966年分别代表了美国历史上的关键时刻。1892年开创了一个“好通缩”的年景和温和的经济成长，随后发生了1893年的萧条和股市崩盘。1929年是另一个标志性的年份，它以剧烈的通缩和经济大萧条而闻名于世。第三个时点1966年，是一个“停滞加通胀”的年份。2003年会成为另一个标志性的年份，会发生什么事情呢？在我看来，可能发生更加类似于1929年的情况，而不是像其他年份的情况。为什么呢？因为现在掌权的是“新的迷惘的一代”，或者叫做“X一代”。其中第一个标志性事件就是花旗集团将一名37岁的经理萨利·克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劳切克推向管理的高位，他宣称要清理花旗集团“陈腐不堪”的股票研究部门。而这正是他前面两代人所造就的社会繁荣和股市繁荣的结局，很不幸，但很合理并且很有必要。

观察世代轮回

威廉·斯特劳斯和尼尔·豪在《世代》一书中为许多令人困惑的事情提供了最具说服力的解释，这本书假想了一个“2020 年的危机”。他们指出：在政治、社会和经济周期中，世代轮回可分为四个阶段。其实一个世代就是现在的一个群体，其跨越的时间长度就是一个生命的阶段，其边缘的人群（也就是出生于其时间定义端点的那些人）往往愿意将自己归入强势的那个群体中。在美国社会的发展中，我们可以看到强势世代和弱势世代的交替出现，主导这个社会的发展。而这些世代的群体对于社会影响最大的阶段是当他们处于 40～60 岁壮年期的时候。婴儿潮一代是理想主义的，X 一代是退缩的，大兵的一代（二战前当过兵的一代人）是市民化的，而沉默的一代是适应性强的。

目前美国社会中的世代和他们的出生年份如下：

大兵的一代：出生于 1902～1925 年。斯特劳斯原书中的定义稍有不同，他们定义的时间是从 1901～1924 年。

沉默的一代：出生于 1926～1942 年。原书将 1925 年作为起始年份。

婴儿潮一代：出生于 1943～1961 年。开始年份与施特劳斯和豪的观点一样，而结束年份晚了一年，因为考虑到了那些“9·11”事件前已经 40 岁的人们。施特劳斯和豪还认为，婴儿潮的出现是二战结束时文化上发生变化结果而不是原因，本书基本上同意这种观点。

X 一代：出生于 1962～1979 年。本书的定义比斯特劳斯和豪所定义的两端都要短。他们是比较退缩的一代人，跨越年份少，人数也少，可能是因为处于边缘地带的人们都愿意将自己归到更强的一个一代当中去。

千禧一代：出生于 1980～1999 年（?）。结束年份只是猜测的，但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很有可能他们是另一个大兵的一代。

大兵的一代之前的世代倒推回去情况如下：

迷惘的一代：出生于1883～1901年（18年）。这是菲茨杰拉德和海明威在文学领域、格雷厄姆和多德在金融领域做出成绩的一代。

传教士一代：出生于1861～1882年（21年）。美国内战后的一代，是“愿意为命运而集结”，在富兰克林和埃莉诺·罗斯福领导下的一代。

改革一代：出生于1843～1860年（17年）。他们是美国内战中形成的“市民化”和“冷静”的混合体，代表人物是美国总统西奥多·罗斯福和伍德罗·威尔逊。

镀金一代：出生于1821～1842年（21年）。他们被称为“‘前’迷惘的一代”（Pre－Lost），这个世代的代表人物是一些被称为“强盗资本家”的人，比如约翰·洛克菲勒、J·P·摩根和安德鲁·卡内基。

先验一代：出生于1792～1820年（28年）。这是以亚伯拉罕·林肯和纳撒尼尔·霍桑闻名的一代，持续时间比较长，达28年。

从镀金一代开始，我们看到随后出现的世代往往持续16～18年，平均20年左右。通过这些统计数据，我们可以得出一个结论：在殖民地时代，一个世代周期往往持续80年左右，而随着时间进入现代，一个世代周期往往缩短到75年左右。可以看到，1776～1861年间是85年，1861～1941年是80年。所以如果用80年的周期时间去推算，我们可以预测在2021年左右会有危机甚至是战争出现。这是一个对于时间范围的推算，考虑到事情的发展速度可能加快，这个时间可能提前，也就是比2021年早几年。

最近两次轮回的相似之处

因此我们可以看到，在20世纪经济大萧条和二战之前的世代是有巧合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，那个时候都出现了一个意志坚定的、理想主义的世代，正如 20 世纪 90 年代出现的婴儿潮一代一样。20 世纪 20 年代早期，所谓“传教士一代”的人们使美国进入禁酒令时代，他们通过推行《霍利－斯穆特关税法》（Hawley－Smoot Tariff Act）又令美国陷入经济危机之中。在整个 20 年代，这个问题又因为他们的下一代（所谓迷惘的一代）的挥霍无度而变得更加严重。这两个世代又共同造就了一个“内省的”一代。这种情况和 1990 年发生的情况很像，其中 90 年代发生的情况在 80 年代就已经埋下了种子。而 20 世纪前 10 年的人们没有扮演类似的角色，因为他们身处美国上升为世界霸权的前夜，且整个活跃阶段都被第一次世界大战所贯穿。

20 世纪 20 年代到来了，汽车代替了马车，至此，美国早期那种田园牧歌式的四轮马车时代正式被新式交通工具的时代所取代。同样，收音机的出现也给美国人的生活带来了翻天覆地的变化。1920 年，美国两大城市的广播电台开始定时播放面向大众的广播节目，从此收音机里的广播节目成为千百万美国家庭娱乐生活的主要来源。在那个年代，收音机是一个令人惊讶的发明。当时收音机的主要生产商是 RCA 公司，它的估值也达到了非常高的程度。其受欢迎的程度一点也不亚于今天的热门股票，它所得到的追捧就好像今天互联网股票（比如美国在线）所得到的追捧一样。而在 1929～1932 年的股灾中，RCA 损失了 90% 的市值，其暴跌程度也类似于大多数受到追捧的互联网公司股票。

作者对 20 世纪 90 年代中期的印象可以总结为：互联网的泡沫已经处于巅峰状态，它带给人们的那些令人炫目的好处就像收音机在 20 年代起到的历史作用一样。互联网已经被描述为解决各种经济和商业问题的“万能药”，很多人说它将带领我们进入一个“新时期”或者成为一种所谓的新的“社会本源力量”。此时，这个泡沫已经让我隐隐联想到了 20 年代的大繁荣。收音机在 20 世纪初期就发明了，但是花了 20 年，直到 20 年代才抓住公众的吸引力，之后又花了 25 年，到 1950 年左右才成为在商业上盈利的产业。互联网发明于 20 世纪 70 年代中期，花了 20 年，到 90 年代中期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成为热门领域，也许还需要再经过25年，也就是2020年左右，才能让这个产业的公司真正赚到大钱。历史上，一项新发明的大规模应用很少在他们那一代人中就完成，而往往是他们的孩子那一代人（也就是伴随着这项发明成长的那一代人）完成这个历史使命。

对1999年末的一些事后观察让我们发现，当时科技股的表现相当于表明其收益将在2010年收缩，而不是在2000年收缩。换句话说，市场在告诉我们，通常需要10年才会发生的事情会在一两年内发生。因此投资者所有的指望是2000年市场成长，同时期望人们普遍预计的市场收缩时间表不会实现。

其实，在90年代中期，网络股估值过高的征兆已经在很多方面显示出来，然而，股市总是在稍后的某一段时间内显示会上涨。当然，这会最终导致出现和20年代之后的大萧条一样的悲惨结局。人们对市场总有不切实际的期待，往往指望本来需要10年、20年完成的事情在一两年内就完成，但这是不现实的，市场不会这样运行。像历史所多次重演的那样，人们会发现自己对市场的过高期望是不能实现的，市场会退缩。这种市场的退却其实在逻辑上根植于20世纪20年代的大泡沫时期，其“时代特征”包括那些一夜暴富的年轻富豪和国家电视台中“虚拟现实”的热门节目等。

2000年2月，《华尔街日报》的一篇社论描绘了这个现象。据说里克·罗克韦尔成了美国最后一个“未婚的”百万富翁。这就意味着像比尔·盖茨、迈克尔·戴尔和马克·安德森等一干人等都已经建立了小家庭，并准备适度地把注意力从繁忙的工作中移开一点点，从而可以将更多的时间和精力用于小家庭的营建上。实际上，比尔·盖茨后来就放弃微软首席执行官的职位，从而可以更加专注于其他的工作以及自己的家庭。这种现象更多地意味着过于迅速的科技增长出现减速的趋势，也意味着美国GDP的增长放缓，从而去掉了股市过热的基石之一。用更宏观的社会学观点来看，这并不一定是坏事，但是这种因家庭而开始远离商业的行动却很可能降低生产力。也许只有等到千禧一代人想出一个方法，更好地平衡工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作和家庭，如果真是这样，他们很可能会创造一个新的“人口统计学的”和“文化上的”婴儿潮一代。

20 世纪 20 年代的一个重要特征就是机械化的流行，以生产线的广泛使用作为发端。其中亨利·福特的贡献最为显著。他创造了生产的流水线方式，这成了 20 世纪大部分规模生产的基础。同样，现代的理想主义者（或者说婴儿潮一代）也引发了技术革命，以计算机的应用为基础，极大地提高了生产力。但是生产效率的提高只在需求紧缩的年代是一件好事，而在需求旺盛的年代，它可能会造成很高的失业率。另外，技术创新会导致出现这样一种企业繁荣的图景，那就是：成本下降，但是销售价格和销量并不增长。因此，绝大多数利益都流进了尖端科技的所有者及其经理人的腰包，而不是流进了大众的钱袋。

1996 年《巴伦周刊》一篇文章中提到了“一个 70 年的反烟草周期”，这正是对于世代周期的一些不同看法。虽然威廉·施特劳斯和尼尔·豪认为一个周期为 80 年而不是 70 多年，但是 70 多年（实际上更接近 75 年）也许更具操作性。

20 世纪 30 年代经济大萧条席卷全球，在这个“危机时代”中，迷惘的一代开始清理他们上一代人留下来的烂摊子。其中有一个突出人物是英国经济学家凯恩斯。危机之前，他曾经提出警告：一战后的《凡尔赛和约》给德国（欧洲的经济引擎）强加的赔款会破坏欧洲（和世界）经济。1936 年，他仔细分析了政府支出在对抗经济萧条中的作用。同期在美国，股市大师格雷厄姆和多德警告人们要避开风险，但是听者寥寥无几。

二战后的时期是一个“外驱型”年代，它由许多核技术的创新和空间探索成就为标志，电脑和电子产品获得了大发展，大规模生产也获得了发展。在美国内战后的历史上，只有钢铁和冶金业的大发展（同时铁路和通信也开始繁荣）时期可以与之相比。这些历史性发展都可使得工业生产直接和消费者的需求挂钩。这个时期另外的标志是一些大型企业。二战后创造的巨大财富促进了股市的高歌猛进。在这个时期的末期，社会道德开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

松懈。随着传教士一代的人们已经或者正在离开这个世界，迷惘的一代开始走向历史舞台，恢复经济的平稳发展，其基础是大兵的一代的广大工人和经理们。

迷惘的一代的衰落和大兵的一代（出生于 1902～1925 年）的崛起是一个很重要的时期。这个过程创造了 20 世纪 60 年代的危机并使股票市场停滞。大兵的一代生下了另外一个理想主义一代，也就是婴儿潮一代。这个婴儿潮的一代很像他们的祖父母一代人，也就是传教士一代。他们成长于物质丰富，但是精神荒芜的环境中，转而寻求一种“意识的觉醒”。因此和平进军、游行和校园动乱都发生于这个时期，而这些事件也破坏了美国的社会架构。这个问题因为越南战争而变得更加严重。这场战争不仅没有以美国的胜利而告终，还给美国社会带来了严重问题，通货膨胀高企威胁到大兵的一代的退休生活，使这些人对这个时期极为不满。

大兵的一代还尝试通过不提高税收的方法获得社会安宁，这也使国家出现预算不平衡并引起通货膨胀。年青一代不那么容易被安抚，“除非你在纽约斯卡斯代尔长大，否则你不能说去过地狱”就是那个时代的回声。大量年轻的婴儿潮一代人进入工人大军，但他们根本没有作好工作的准备，中年的经理们属于沉默的一代（出生于 1926～1942 年），他们管理企业和经济的方式比大兵的一代要松懈得多。这也就是为什么 1966～1982 年股票市场走熊的原因。

20 世纪 60 年代，正如 20 年代和 90 年代一样，人们对共同基金的兴趣很大。人们都相信基金经理可以通过专业投资方法分散风险，所以人们也愿意承担这些风险。有一条规律：当人们愿意承担风险的时候，风险往往会变得最大。这个时期发生的情况就是这样。越南战争使情况恶化，引起了严重的通货膨胀。而且这次战争提供了一些人为的刺激，使原本脆弱的经济出现了不合常理的情形。虽然它使 1966 年的信贷危机没有转化为经济衰退，但是却导致了 70 年代的经济停滞。这个时期的标志之一是大企业潮的出现。因为股票被高估，公司愿意收购其他的公司，不为现金，而是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为股票。巴菲特曾经针对这种情况指出，这种行为对收购方来说是划算的，但对于出卖股份的股东来说则相反。而这种情形在 20 世纪 90 年代重演。

同时，经济危机也在海外孕育。因为越南战争的高额费用和巨大的进口额，大批美元开始流向海外。需提供给海外的美元已经远远多于美国黄金储备所能维系的数目，因此 35 美元一盎司的黄金价格也难以维持下去。在尼克松总统（大兵的一代一分子）任期中，美国放弃了金本位制，并让美元自由浮动，这实际上意味着美元贬值。这开启了一个混乱的年代，油价高企，美元贬值，并使得美国的贸易和收支情况更加恶化。

在罗纳德·里根总统（大兵的一代一分子）任期内，美国经济由“外驱型”再次变成“内驱型”，就像 20 世纪 20 年代一样。经济恢复，股市走牛，但是这个好年景没有走向巅峰就于 90 年代戛然而止。这个时期的标志性事件包括“两次胜利”，一次是打赢海湾战争，一次是苏联的解体。由大兵的一代的最后一位总统乔治·布什主导，美国恢复了国际地位，重新成为世界警察，使得美国在海湾战争中居于领导地位。这一切都使得美国股市领先于全球股市，这种情况一直持续到 2001 年“9·11”事件之前。

随着大兵的一代的退休，权力移交到“不轻易变革”的沉默的一代（出生于 1926 ~ 1942 年，代表人物如艾伦·格林斯潘和罗伯特·鲁宾等人）手上。然而我们看到，这个“不轻易变革”的沉默的一代在政治方面的不参与是出了名的，美国总统职位长期以来都由大兵的一代把持，而目前看来紧紧掌握在婴儿潮一代手上。所以，是婴儿潮一代而不是沉默的一代主宰着美国的政治和经济。

在本书作者成长的 20 世纪 60 年代，汽车、房子和电视机都一年比一年大。那个时候出名的都是那些以“通用”命名的公司，比如通用电气、通用汽车、通用食品、通用磨坊等；或者以“美国”命名的公司，如美国品牌、美国家用产品公司（现更名为惠氏公司）、美国医院设备供应公司、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快速美国公司等。而当本书作者步入中年，即21世纪早期，不是汽车、房子和电视机一年比一年大，而是电脑、传真机和电话一年比一年更智能。许多最成功和最受尊敬的公司都拥有一个创造出来的名字：微软、英特尔、思科等。

1983～2001年是相对安静的一个时期，这个时期，婴儿潮一代人已经步入中年，并纷纷进入公司的中层和高层管理职位。他们领导的公司重组行动是随后出现的股市狂热的催化剂。由他们掀起的技术革新浪潮也是股市成长的重要力量。这股浪潮最先由苹果的史蒂夫·乔布斯开创，后来由微软的比尔·盖茨和甲骨文的拉里·埃利森所延续。20世纪80年代的经济反弹是对70年代的衰退的纠正，90年代延续了80年代的繁荣，但是没有超过80年代。

巴菲特作了类似的观察，虽然他没有采用“世代”这一词汇。他1999年在《财富》杂志上表示，1964～1981年之间股市停滞不前（开始是874点，结束是875点）。此时正是沉默的一代主导社会。股市在1982～1999年间上涨，此时正好是婴儿潮一代的中年时期。他发现股市周期有17年丰年（胖年）和17年灾年（瘦年）。这个观点借用了《圣经》中关于古埃及7年农业周期的说法。因此巴菲特先生预计2000～2017年也可能是灾年。他预计这段时期的总回报平均为6%（名义价值），如果假设通胀率为2%，则实际数字为4%。他还指出，如果他错了，那么实际数字可能更低，而不是更高。

本书作者认为，将来10～15年的实际情况可能比巴菲特预想的还要糟糕。他已经在2001年新一期《财富》中将其预计的数字提高到7%，主要是考虑到其中两年股市的情况已经有所好转。但其实问题的根本因素在全球范围内恶化，因此美国在2003～2004年间的经济恢复看起来是基于错误的基础，所以是不可持续的。如果是这样，那么2000～2002年的经济衰退可能是2004～2006年更恶劣情形的一次彩排。

1930～1931年的美国，情况看起来好像只是经济衰退而不是大萧条。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1931年秋天，罗斯福总统预言："繁荣马上就会到来。"人们也都认为繁荣是有理由期待的。而真正将衰退转变为萧条的事件是奥地利信贷银行（Credit Anstalt Bank）的破产，从而将欧洲经济拖入长达10年的大萧条，使希特勒在德国上台，还传染了美国。这回危机的发端将在亚洲，也许是中国台湾信托银行或者韩国储蓄银行（这是编造的名称，以说明危机可能发生在亚洲）。后果对整个地区来说非常严重，但对中国尤其严重。

同样，20世纪20年代的繁荣归功于一战中盟军的胜利和主要经济对手德国的退出。在这个时期中，理想主义的中年人倾向于培育出有爱国热情的大兵型的孩子。最近的一个世代是千禧一代，人口暴增，已经显示出某种经济繁荣的样子，他们催生了大量围绕着孩子做的生意，如金宝贝和Motherworks。这些公司成长很快，但只是偶尔会成为格雷厄姆和多德投资者的目标。往前看，那些生产年鉴、玻璃指环等物品的生产商可能在2000年后会再次迎来繁荣。

如果有人对婴儿潮一代的中年人倾向于培育出有爱国热情的大兵型的孩子这一点表示怀疑，那么当他们听到杰西卡的故事后就会打消疑虑。杰西卡是一个7岁的小女孩，尝试驾驶飞机以打破年龄纪录。她的父母告诉她不要害怕，可后来坠机发生了，她和坐在飞机上的父亲一起丧生。这件事情值得记住的地方不仅仅在于一个小女孩没有能够完成一次飞行，而在于随后11岁、10岁和8岁的孩子都作了这种尝试。当时的杰西卡还有一个月就满8岁了，而她有信心在7岁时创造一个世界纪录，成为驾驶飞机上天的年龄最小的孩子，因为6岁的小孩是不允许开飞机的。她和另一个稍大些的年轻人林德伯格一样勇敢，他曾经驾驶飞机飞越大西洋。

杰西卡还是个孩子，这一点不是太奇怪。传统上，整个大兵的一代的明星都是男性，但是最近70年周期中一种主要的推动力量却是男性和女性力量的均衡，这是几乎肯定要被理想主义的婴儿潮一代来完成的趋势。就在杰西卡坠机后的一年，一个名叫露易丝·伍德沃德的女子被控二级谋杀罪——夺去了她照顾的一个孩子的生命。很明显这个孩子几周前就已经受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了伤，也许是因为这些伤，而不是露易丝的粗暴处理导致了孩子的死亡。但是这个案件中真正受到控告的是：一名 X 一代的成员（她自己都几乎还是个孩子）没能照顾好一名大兵的一代（居于统治地位）的成员。

一般来说，“最伟大的一代”通常指二战那一代人，即大兵的一代。他们那一代的士兵在 20 世纪 40 年代捍卫了美国的自由，并创造了 20 世纪后半叶的经济繁荣。同样，“共和”一代的大陆士兵赢得了独立战争，就是当时的大兵的一代，当然那个时候这个词还没有发明出来。因为内战带来的破坏，在 19 世纪中期没有大兵的一代。

出生于 20 世纪 80 年代和 90 年代的年轻的大兵的一代当然不会成为“二战”一代。一等兵杰西卡·林奇就是他们当中最初的成员，他们会在婴儿潮一代人所建立的原则基础（这些原则连婴儿潮一代都没有完全实践）之上行事，争取男女平等。这代人的另外一个象征就是驾驶飞机的杰西卡，她在非常小的时候已经成为一个女林德伯格，几乎肯定要成为一个大兵，如果她能够活着看到一场战争的话。这代人的第一次公开亮相是在 1994 年的冬季奥运会上。这一年，关颖珊（Michelle Kwan），这个 1980 年出生的乖巧的中美混血儿，与极难对付的 X 一代的对手托尼娅·哈丁和南希·科里甘同台竞技，成为当年广受关注的事件。

世代轮回对经济的影响

让我们将世代轮回的现象转换成经济学问题。婴儿潮一代可以被称为开创者一代，以苹果的史蒂夫·乔布斯和微软的比尔·盖茨为代表，他们引领了信息革命，作用可以和亨利·福特开创汽车大规模生产方式以及福雷斯特开创收音机大规模生产方式相提并论。大兵的一代也许是继承世代，承袭了“家族信仰”，因而最有使命感。而 X 一代夹在他们中间，将可能成为什么都不能继承的世代。他们对所处困境感到不满，但是最后会沉寂下去。沉默的一代的特征是“被监护者”，因为他们作为世代家庭中的“婴儿”，同时被其他三个年长的世代所照顾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据以上的判断，股市的表现看起来取决于哪个世代占据着中年管理职位。因此投资者的投资策略应该考虑到自身之前和之后的那个世代。这种投资策略可以说是一种生命周期投资策略，所以“强大”世代的早期成员应该在年轻时谨慎投资（因为缺乏经验），中年初期激进投资，因为这是他们收入和经验的巅峰时期，老年再保守投资。但他们是最不喜欢采取这种投资策略的人们，这个公式倒是适合于“弱小”世代的晚期成员，因为他们的财运已经由先于他们和紧跟他们的“强大”世代所决定了。但是，“强大”世代的晚期成员和“弱小”世代的早期成员应该将这个顺序反过来。因此，他们应该在年轻时激进投资，由此可以分享早他们一代人所创造的财富；中年谨慎投资，因为他们的后面就跟着一个弱小世代；老年时再次激进投资，因为此时他们后面的那个“强大”世代已经进入中年。

2000 年早期，大兵的一代将抛弃谨慎而纷纷投入科技泡沫的投机热潮中，科技股的风险日益加大。他们看起来总是充当活跃分子的角色，刚开始是参军，后来是加入大公司，再后来加入那些似乎专门为他们准备的高档社区。而且他们的生命历程似乎总有一个快乐的结局，年轻时打赢了二战，中年时把一个人送上月球，老年时又正好赶上里根执政时期的经济繁荣。在过去的世纪中，通常的死亡率应该已经宣告最后发生的事情是这个快乐故事的结束，但持续提高的生活水平又为他们的晚年生活翻开了新的篇章。

这个世代的人们终其一生是美国抵御危险的群体，到老年时又是美国社会中最富有的人群。和以前所有世代不同的是，正如他们年轻时掌握了全美国的物质储备一样，老年时他们又掌握了全美国的金融储备。他们年轻时在自己所尊敬的战后那个世代的领导下明智地利用了手中的资源，老年时，这个特别有活力的世代又显得缺乏“眼光”，而模仿那些年轻人更加冒险的行为模式。当他们的财富加入其中，美国的金融安全就存在风险了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亚洲国家的力量持续增长，它们的期望在升高，不满在增加，这会对美国的世界地位提出挑战，如同上一次德国挑战美国获得世界统治地位一样。在20世纪90年代末，我们已经见到中国和西方在人权方面的矛盾，而这是发生于两者经济上升的阶段（中美两国经济都以历史最高增长率在成长）。而在经济动荡时期，亚洲地区的政治动荡会更加剧烈。

确实，大国对抗有经济方面的原因。美国因其挥霍无度的生活方式成为全球最大的债务人，其拉丁美洲的模仿者紧随其后。而全球最大的债主在亚洲，包括中国大陆、台湾和香港。

婴儿潮一代，如以前的理想主义者，将是对于美国领导地位受到挑战最不能容忍的一代，他们的孩子（杰西卡和林奇的同代人）将是自20世纪大兵的一代以来对战争最有准备的一代人，这些年轻的战士将由X一代的艾森豪威尔们和巴顿们所领导，而他们在波斯湾、索马里、南斯拉夫、阿富汗和伊拉克已经见识了一些实战。

将来的世界环境在目前社会中年纪大的人来看是很熟悉的（美联储主席格林斯潘不应被算在内，因为1929年他才3岁）。格雷厄姆和多德是迷惘的一代（他们中大多数人都已去世）的成员。但是他们1934年对“新时代”的警告至今言犹在耳，发人深省。好在他们的指挥棒现在被另外一个人捡了起来，他出生于婴儿潮一代的后期，与X一代仅一步之遥。正因为这样，他年轻时投资风格非常激进，步入中年时投资趋于谨慎，而步入老年时却又对将来的投资机会充满希望，并会采取他这个年龄段的人一般不会采取的激进投资策略。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A Modern Approach to Graham and Dodd Investing

问题依旧，但答案已经变了……

市场上到底发生了什么？前面的路到底是什么样的？投资者应该用这本书来武装头脑。汤姆为婴儿潮一代的投资专家们和普通的个人投资者都描绘了合理的投资地图，从而为他们在波涛汹涌的投资大潮中导航。这是我过去23年来读过的最好的投资书。

——**斯考特·金斯莱·斯威夫特**，美林财富管理副总裁

很长时间以来，我都一直想找一本这样的书：它包括投资的经典理念，并和当今的投资密切相关；它让我们明白如何对待公司发布的信息、市场的状况以及各种商业文化；它让我们知道如何在令人眼花缭乱的各种投资选择面前保持清醒的头脑。终于，我找到了这样一本书，它就是《价值的魔法》。

——**马克·格斯汀**，路透集团投资研究总监

在一个钱和信用都得来得太容易的年代，托马斯·奥的这本书提醒我们：成功的投资基于自律的投资决策，以及长期和谨慎的策略。本书对于价值投资的分析很及时也很深入，对于现在这个变动剧烈的金融年代来说，本书是一本必读书。

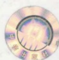
——**大卫·马歇尔**，埃莫森合伙公司总裁

本书内容丰富，可读性强，为真正的价值投资者提供了广泛的理论框架。托马斯·奥是投资界受到认可的投资者，他为我们揭示出一个道理：价值投资的基本原则可以很好地应用到投资的各个方面。本书充满了真实案例，通过它们，托马斯·奥展示了如何用价值投资的方法设计成功的投资组合。对我来说，托马斯·奥就是金子！

——**利兰·克拉比**，瑞士信贷银行资产管理部投资组合经理

上架建议：金融·投资





ISBN 978-7-5086-1645-2



www.publish.citic.com
定价：59.00元